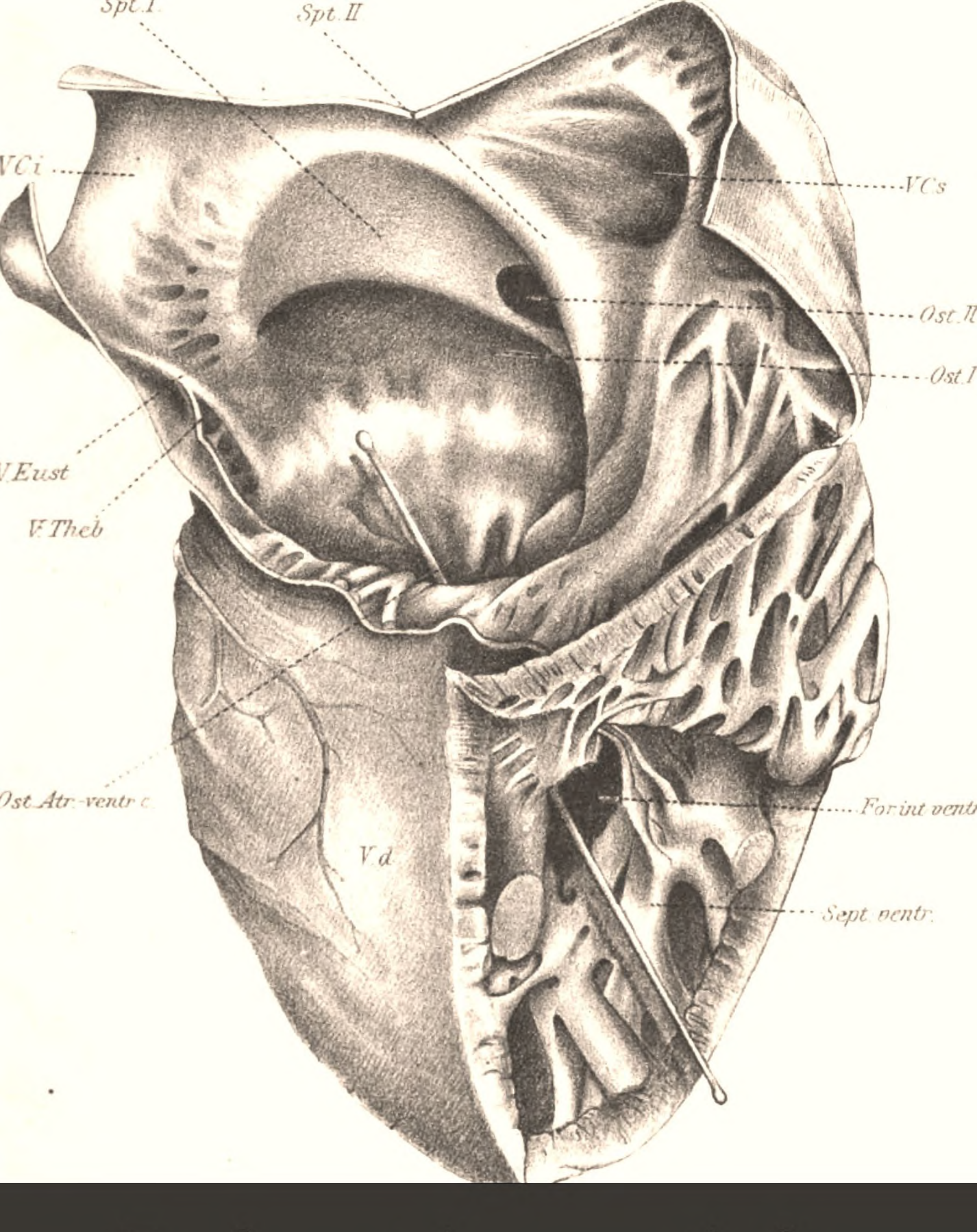
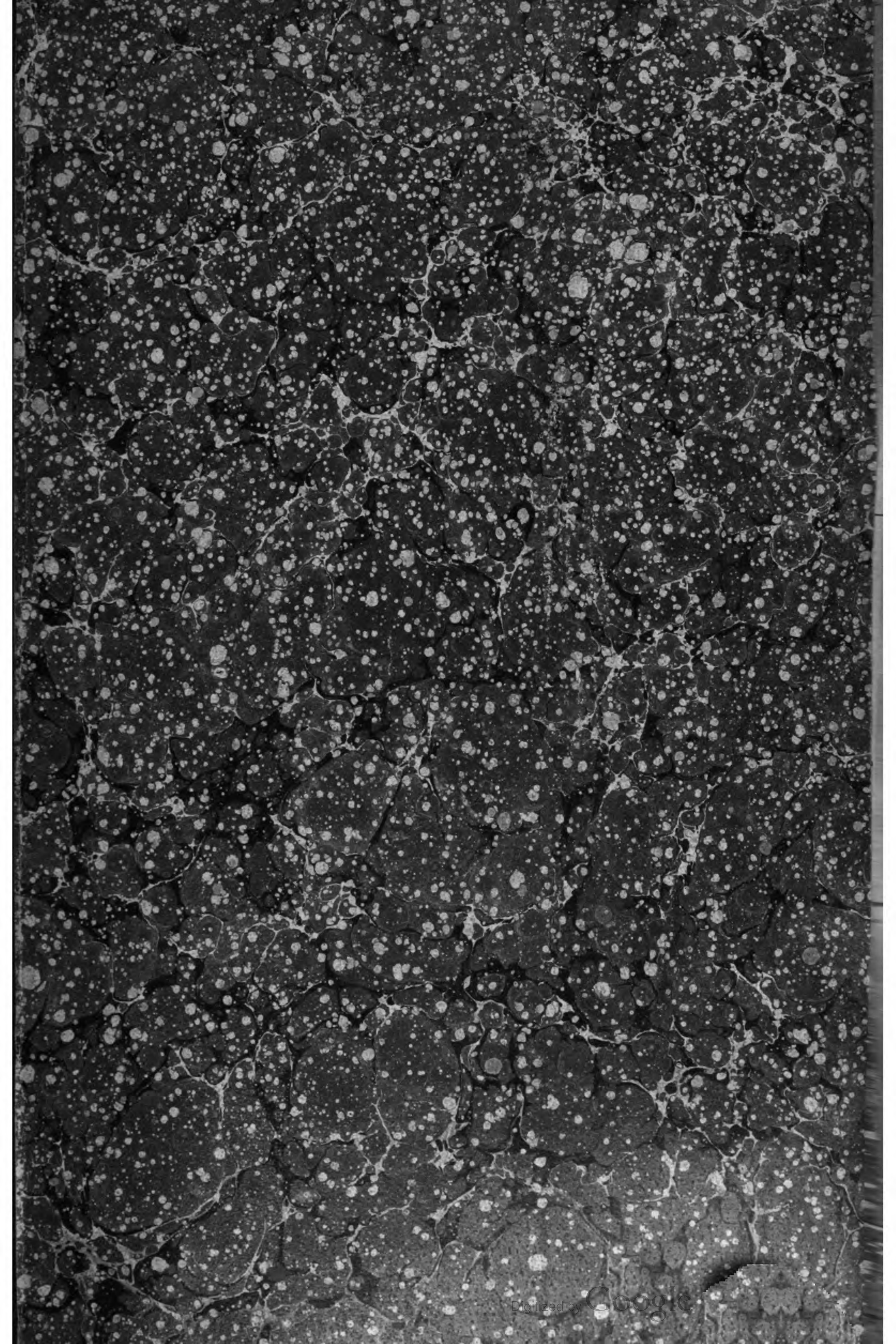


Zur kenntnis aromatischer ketone und [alpha]-oxysaüer ...

August Stocker, Ernst Schrömbgens, Friedrich von Meyenburg, Gustav Adolf Feodor Wilhelm Mie, ...







Agio und Wechselkurs.

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

einer

hohen philosophischen Fakultät

der Ruprecht-Karls-Universität zu Heidelberg

vorgelegt von

Nikolaus Schmidl

aus

Budapest (Ungarn).



Heidelberg.

Universitäts-Buchdruckerei von J. Hörning.

1892.



Seinen geliebten Eltern

der Verfasser.

Agio und Wechselkurs.

Der Zusammenhang zwischen Währung und internationalem Verkehr bildet den Gegenstand vieler ökonomischer Untersuchungen seit der Merkantilistenzeit bis zu unseren Tagen. Die Studien, welche sich an die merkantilistische Praxis anschlossen, erwiesen sich sowohl für die richtige wirtschaftliche Erkenntnis der Währung wie auch der internationalen Zahlungsverhältnisse als sehr fruchtbar. Insbesondere erfuhren die Ansichten der Merkantilisten nach drei Richtungen eine Berichtigung beziehungsweise Ergänzung. Während die Merkantilisten in einem möglichst grossen Besitz von Geld den wahren Reichtum eines Landes erkannt zu haben glaubten und den auswärtigen Handel nur dann für vorteilhaft erachteten, wenn derselbe einen Überschuss der Ausfuhr gegenüber der Einfuhr aufwies (welcher Überschuss dem Lande in Geld zugeführt wurde), stellte die spätere nationalökonomische Theorie fest, dass das Geld nicht der alleinige Wertrepräsentant ist, dass somit der Volkswohlstand nicht blos im Geldbesitz, sondern im Vorhandensein möglich vieler Wertobjekte besteht. Sodann richteten die Merkantilisten ihr Augenmerk nur auf den internationalen Handel und liessen die übrigen Elemente des auswärtigen Verkehres ohne Beachtung. Es ist ein Verdienst der neueren nationalökonomischen Doktrin, die einzelnen Elemente der internationalen Zahlungsbilanz neben der Handelsbilanz untersucht und in dem Stand der auswärtigen Wechselkurse gleichsam das Barometer des internationalen Verkehres entdeckt zu haben. Endlich wurde das Untersuchungsgebiet noch insofern erweitert, als man sich nicht mehr auf die Vorgänge beschränkte, welche eine rein metallische Geldzirkulation als Objekte der Forschung darbot, sondern auch das Verhältnis der

internationalen Zahlungsbilanz zu dem Umlauf von Banknoten ins Auge fasste.

Das Ergebnis der Beobachtung dieses Zusammenhanges ist so bedeutsam, dass seine Nichtberücksichtigung den Wert vieler ökonomischer Studien über Währung beeinträchtigen könnte. Dies müssen wir uns bei der nachfolgenden Behandlung des Agio's stets vor Augen halten und wir werden sehen, dass diesem Verhältnis zwischen Agio und auswärtigem Verkehr (beziehungsweise Wechselkurs) eine besonders grosse Bedeutung zukommt.

Bevor wir aber auf unser Thema näher eingehen, müssen wir das Gebiet, welches untersucht werden soll, näher begrenzen. Das Wort „Agio" wird in der Verkehrssprache zur Bezeichnung so verschiedener Begriffe gebraucht, dass dies eine unerlässliche Aufgabe ist. In dieser Abhandlung wollen wir uns nur mit dem Agio beschäftigen, welches bei Zwangspapiergeld auftritt und zwar nur mit einer gewissen Art dieses Agio's. Dabei müssen wir die „papiernen Anweisungen" des Schotten John Law, sowie die Assignaten der französischen Revolution aus unseren Erörterungen prinzipiell ausscheiden, denn trotz mancher Ähnlichkeiten zwischen diesen Umlaufsmitteln und dem Zwangspapiergelde überwiegen doch die Unterschiede [1]). Die genannten papiernen Zirkulationsmittel des vorigen Jahrhunderts waren Anweisungen auf Grundstücke, welche im Besitz des Staates waren oder für denselben erst erworben und verkauft werden sollten. Aus der nicht erfolgten Realisierung der durch die Papiere repräsentierten Ansprüche erklärt sich die ganze Geschichte dieser Scheine, insbesondere ihre furchtbare Entwertung. Die Konstruktion des Zwangspapiergeldes ist dagegen eine vollständig verschiedene, es verdankt — wie noch näher darzulegen sein wird — seine Zirkulationsfähigkeit ganz anderen Umständen, wie auch seine Wertschwankungen auf völlig verschiedene Ursachen zurückzuführen sind.

Das soeben besonders hervorgehobene Agio, welches als Begleiter des Zwangspapiergeldes allgemein bekannt ist, wird gewöhnlich als

1) Wir können in diesem Punkte Adolf Wagner durchaus nicht beistimmen, wenn er [Die russische Papierwährung. Riga 1868. S. 42. a. E.] erklärt: „Prinzipiell gleich und Papiergeld im wissenschaftlichen Sinne des Worts . . . . waren die Bankzettel Laws, die französischen Assignaten und Mandaten" u. s. w.



der Aufschlag des Metallgeldes gegen das Papiergeld gleichen Nennwertes definiert[1]). Diese Definition ist an und für sich richtig und da sie allgemein gebräuchlich ist, wäre jedes Bestreben, diesen Wortgebrauch zu verdrängen, unfruchtbar. Es ist kaum denkbar, dass die Bezeichnungen „Goldagio“, „Silberagio“, „Agio der Scheidemünze“ wegfallen würden, selbst wenn das Gemeinsame und Charakteristische dieser Agioerscheinungen in einem besonderen Falle nachweisbar eine unvergleichlich grössere Bedeutung hätte und einer besonderen Bezeichnung bedürfte. Der Theoretiker vermag einen feststehenden Sprachgebrauch nur schwer umzustossen, muss daher auf der durch diesen gegebenen Grundlage eine derartige Abgrenzung seines Stoffes vornehmen, welche denselben im vollsten Lichte erscheinen lässt.

Dies ist die uns gestellte Aufgabe. Der Aufschlag des *als internationales Zahlungsmittel dienenden* Metallgeldes gegen das Papiergeld ist um so viel wichtiger, als jedes andere Agio, das bei Umlauf von Papiergeld zu beobachten ist, dass es mit Fug als *das* Agio in Betracht kommen könnte, wenn dieser Ausdruck nicht bereits für die Bezeichnung aller Arten von Wertunterschieden zwischen Papiergeld und Metallgeld in Anspruch genommen wäre. Zur Erkenntnis dieses Sachverhaltes müssen insbesondere die Beobachtungen führen, welche sich auf die Papiervaluta Österreich-Ungarns beziehen. Solange Gold und Silber als internationale Zahlungsmittel dienten, wurde auf den Börsen Österreich-Ungarns sowohl das Gold- als auch das Silberagio notiert. Als jedoch das Silber in Folge seiner Entwertung und seiner Wertschwankungen als internationales Zahlungsmittel nicht mehr fungieren konnte, hörte die Notierung der Silberkurse auf, so dass nunmehr das Agio lediglich dem Golde gegenüber bemessen wird — welches in Österreich-Ungarn keine Währung, sondern blos eine Ware ist — während das Wertverhältnis von Papiergeld und Silber keine besondere Bedeutung mehr hat.

In Folgendem soll uns das Agio des als internationales Zahlungsmittel dienenden Metallgeldes und insbesondere der Zusammenhang, der zwischen ihm und dem Wechselkurs besteht, beschäftigen, indem wir zuerst die Hauptstadien in der Geschichte der Agiotheorien kenn-

1) So Adolf Wagner a. a. O. S. 80.

zeichnen, sodann unsere eigene Theorie entwickeln, endlich auf die Aufgaben des Staates den Agioschwankungen gegenüber hinweisen.

I.

Den ersten Anlass zu theoretischen Untersuchungen über die Entwertung des Papiergeldes boten die Suspension der Noteneinlösung seitens der Bank von England im Jahre 1797 und die daran sich anknüpfenden Erscheinungen. Der Krieg mit Frankreich verursachte grosse Ausgaben, welche mit den regelmässigen Einkünften der Finanzwirtschaft nicht gedeckt werden konnten. Die englische Regierung sah sich genötigt, die Hilfe der Bank von England in Anspruch zu nehmen, da jede andere Art der Kontrahierung von Staatsschulden bei weitem ungünstiger gewesen wäre. Bereits im Jahre 1793 gewährte dieses mächtige Institut dem Staate auf dringendes Ansuchen des Finanzministers William Pitt grosse Vorschüsse. In den folgenden Jahren wurde die Bank noch in höherem Grade in Anspruch genommen. Die Vorschüsse wuchsen in bedenklicher Weise und die in Aussicht gestellten Rückzahlungen seitens der Regierung blieben aus. In Folge dieses Vorganges wurde die Bank unfähig gemacht, ihren Aufgaben zu entsprechen. Die Darlehen, welche zur Förderung des Handels hätten dienen sollen, wurden zur Unterstützung des Staates in seiner Finanznot verwendet und dadurch dem Geschäftsverkehr entzogen. Dazu kamen noch die schlechten Ernten, welche grossen Import von Getreide und eine dem entsprechende Ausfuhr von Gold zur Folge hatten. Selbst die reiche Ernte des Jahres 1796 vermochte daran nur wenig zu ändern. Die Noten drängten sich zu den Schaltern der Bank zur Einlösung und die ungünstigen Wechselkurse beschleunigten das Auswandern der Metallvorräte. Die Regierung konnte ihre Schulden bei der Bank trotz ihrer grössten Anstrengungen nicht tilgen. Was man am meisten befürchtete, dazu wurde man durch die Lage des Geldmarktes gezwungen. Um einen Zusammenbruch der Bank von England zu verhüten, entschloss man sich, sie ihrer Pflicht der Noteneinlösung zu entheben, was während des mehr als

hundertjährigen Bestandes dieser Bank noch nicht vorgekommen war. Am 26. Februar 1797 beschloss der Geheime Rat (privy conncil) diese Massregel und am 3. Mai 1797 genehmigte das Parlament die sog. Bank-Restriktions-Akte, welche die Suspension der Noteneinlösung auf wenige Monate dekretierte und den Noten — für Zahlungen an die Bank selbst, an öffentliche Kassen und an Gläubiger, denen gegenüber sich ein Schuldner vom Personalarrest befreien wolle — Zwangskurs zu ihrem Nennwert verlieh. Da aber zugleich verfügt wurde, dass die sonstigen Zettelbanken ihre Noten mit denjenigen der Bank von England einlösen müssten und da sich 3000 der angesehensten Kaufleute sofort nach Einstellung der Noteneinlösung verpflichteten, ihre Zahlungen untereinander in Noten der Bank von England zu geben und anzunehmen, erhielten diese Noten eine Zirkulationsfähigkeit, wie sie ihnen durch den allgemeinen Zwangskurs nicht wirksamer hätte erteilt werden können [1]). Dieser provisorische Zustand wurde durch Verlängerung der Restriktion zu einem dauernden und 22 Jahre lang hatte England unter dem Drucke des Papiergeldes zu leiden [2]).

Eine Entwertung des Papiergeldes trat nicht sofort ein. In den ersten Jahren der Restriktion kursierten die uneinlösbaren Noten ohne Disagio. Noch im Jahre 1800 war der Preis einer Unze Münzgold 3 £ 17 *s*. $10^1/_2$ *d*. [3]) in Papiergeld, das Pari war also noch nicht verlassen, 1801 erfolgte aber ein Steigen auf 4 £ 5 *s*. und der Geldwert schwankt von diesem Zeitpunkte bis zur Wiederaufnahme der Baarzahlungen. Das Disagio ist in den Jahren 1813 und 1814 das grösste [4]).

Die Veränderungen des Geldwertes beschäftigten hervorragende Theoretiker und Praktiker Englands. Man erkannte die Notwendigkeit, den Grund der Übel zu erforschen, um nach den Weisungen der Theorie zur Beseitigung der Missstände zu schreiten. Von den Män-

---

1) Der allgemeine Zwangkurs wurde den Noten der Bank von England erst im Jahre 1812 erteilt. Vgl. Wolowski: La banque d'Angleterre et les banque d'Ecosse. Paris 1867. S. 83.

2) Vgl. Macleod: The theory and practice of banking. Second Edition. London 1866, Bd. I. S. 388 ff., Wolowski loc. cit. I. Teil. La suspension des payements de la banque d'Angleterre 1797—1819, insbesondere Abschnitt I. und Knies: Der Kredit. I. Hälfte. Berlin 1876. S. 247 ff.

3) Aus einer Unze Münzgold werden in England 3 £ 17 *s*. $10^1/_2$ *d*. geprägt.

4) Vgl. die Tabelle in der Schrift von Ferraris: Moneta e corso forzoso. Milano 1879. S. 30.



nern jener Zeit wollen wir nur auf Ricardo näher eingehen, da er in seiner Schrift „The high price of bullion a proof of the depreciation of Bank Notes“ die diesbezüglichen herrschenden Ansichten[1]), welchen sich auch das Bullion Committee anschloss — die gegnerischen Behauptungen fanden zu jener Zeit keine nennenswerte Beachtung — zu einer scharfen Formulierung bringt[2]).

Ricardo untersucht zunächst die Gesetze, welche den Geldwert in normalen Verhältnissen, d. h. bei gesunder Metallwährung bestimmen. Er findet, dass die Edelmetalle vor Errichtung der Banken in gewissen Proportionen unter den einzelnen Ländern verteilt waren und dass diese Proportionen durch Reichtum und Verkehr dieser Länder bedingt sind. Wenn so verteilt, besitzen die Edelmetalle überall denselben Wert, so dass keine Ein- und Ausfuhr von solchen vor sich gehen kann. Es wird wohl ein Import und Export von Waren stattfinden, die sich aber gegenseitig kompensieren, so dass die Zahlungen in Wechseln beglichen werden und keine Unze Edelmetalles auszuwandern braucht. Die Edelmetallbewegung ist nach Ricardo immer Folge eines unterschiedlichen Wertes dieser Metalle in verschiedenen Gebieten. Dieser Wertunterschied kann durch mehrere Ursachen bewirkt werden. So ist es möglich, dass die Volkswirtschaft eines Landes grössere Fortschritte macht, als die eines anderen. Damit ist ein Steigen im Verkehr, eine grössere Nachfrage nach Zirkulationsmitteln verbunden, so dass in Ländern mit steigender Wirtschaft der Geldwert ein höherer ist, als in anderen und da das Geld stets den besseren Markt aufsucht, so wird dieses aufstrebende Land das Geld der übrigen an sich ziehen. Wenn hingegen die Volkswirtschaft eines Landes verfällt, so sinkt der Geldwert und die Edelmetalle strömen wieder den besseren Märkten zu. Ebenso ruft nach der Meinung Ricardo's die Entdeckung von Edelmetallbergwerken ein Sinken des Geldwertes und abermals neue Verteilung auf der Erdoberfläche hervor. Ferner hat die Einrichtung von Notenbanken die gleiche Folge. Dadurch, dass diese Institute den Kaufleuten oder der Regierung Dar-

1) Diese Ansichten wurden schon vor Ricardo durch Sir Francis Baring, W. Boyd, Henry Thornton, Lord King und Sir Henry Parnell vertreten.

2) Die 4. Auflage der im Text erwähnten Schrift Ricardo's ist abgedruckt in „The works of Ricardo by Mc. Culloch. New Edition. London 1871. S. 261 ff.

lehen gewähren, vermehren sie zugleich die Umlaufsmittel, vermindern den Geldwert und begünstigen die Ausfuhr von Edelmetall. Ganz klar würde dies zu Tage treten, wenn die Einschmelzung und Ausfuhr von Münze wirksam untersagt werden könnte, jedoch die Ausfuhr von Barren auch weiterhin dem Publikum frei anheimgestellt wäre. Unter solchen Umständen würde der Preis der Barren steigen und dieser erhöhte Preis der Barren würde den verminderten Geldwert im betreffenden Lande darstellen. Aus dieser Tendenz des Geldes, immer den besseren Markt aufzusuchen, schliesst Ricardo, dass der Geldwert auf verschiedenen Punkten der Erde nur vorübergehend divergieren kann, auf die Dauer jedoch ein gleicher ist [1]). Und dieser Eigenschaft des Geldes schreibt er es allein zu, dass manche Länder ohne Schaden mehr Waren importieren, als ausführen können. Die Ausfuhr von Geld ist nämlich nach ihm die Ursache und nicht die Wirkung einer sog. ungünstigen Handelsbilanz und wird immer nur durch übergrossen Geldumlauf ermöglicht [2]).

Aus diesen Grundlagen sucht Ricardo die Entwertung des Papiergeldes zu erklären. Wenn die Banken in normalen Verhältnissen, d. h. bei Einlösbarkeit ihrer Noten — so fährt er in seiner Argumentation fort — mehr Noten ausgeben, als für den Verkehr notwendig ist, so sinkt der Geldwert und die darauf folgende Geldausfuhr wird einen den Verkehrsbedürfnissen entsprechenden Umlauf herstellen. Bei Uneinlösbarkeit der Noten hingegen fehlt diese Ausgleichung und eine Überemission seitens der Bank wird stets eine Entwertung des Geldes hervorrufen [3]). Diese Entwertung tritt auf jedem Gebiete auf, so auch

---

1) a. a. O. S. 265. Thus then it appears, that the currency of one country, can never for any length of time be much more valuable, as far as equal quantities of the precious metal sare concerned, than that of another.

2) a. a. O. S. 267. The temptation to export money in exchange for goods or what is termed an unfavourable balance of trade, never arises but from a redundant currency — ibid. S. 268. The exportation of coin is caused by its cheapness and is not the effect but the cause of an unfavourable balance.

3) a. a. O. S. 278. . . . . . We have paper money in circulation which is necessarily confined to ourselves. Every increase in its quantity degrades it below the value of gold and silver bullion belowthe value of the currencies of other countries.



in den Wechselkursen. Das Sinken der Wechselkurse ist nach Ricardo gleichfalls Folge einer übergrossen Papierzirkulation [1]).

Die Schlussfolgerung Ricardo's lässt sich folgendermassen zusammenfassen: Ein Sinken des Geldwertes ist stets Folge eines zu grossen Geldumlaufes, daher hat auch die Papiergeldentwertung die Überemission von Banknoten zur Ursache. Während aber ein Münzumlauf durch Abfluss von Edelmetall sich selbst wieder regelt, kann dies bei einer Papiervaluta nicht geschehen, da das Papiergeld auf den Staat, der es ausgiebt, beschränkt bleibt. Wenn in einem solchen Land dem Agio vorgebeugt werden soll, so muss die Papierzirkulation so lange vermindert werden, bis das Metallpari erreicht wird [2]). Dies sei auch in England die Aufgabe, da dort nicht eine Verteuerung des Goldes, sondern eine Entwertung des Papiergeldes in Folge der übergrossen Notenzirkulation vorliege.

Untersuchen wir diese Sätze Ricardo's im Einzelnen!

Auf seine Voraussetzung eines gleichen wirtschaftlichen Zustandes verschiedener Länder ist es unnötig näher einzugehen. Sie bildet auch bei Ricardo nur einen äusserlichen Ausgangspunkt für seine Erörterungen, an welchem er übrigens nicht festhält und welcher für seine Darlegung ganz ohne Bedeutung ist. Dies gereicht seiner Abhandlung zu grossem Vorteil, denn eine Argumentation auf dieser Grundlage, welche der Wirklichkeit nie entspricht, nie entsprechen kann, hätte zu den verkehrtesten Schlussfolgerungen führen können. Allein auch die Sätze Ricardo's, aus denen er die Papiergeldentwertung zu erklären sucht, bedürfen einer Berichtigung. Ist vor allem seine Erörterung über die Edelmetallbewegung eine richtige? Dies dürfen wir keinesfalls zugeben. Er erfasst nur eine Art dieser und verallgemeinert sie, als ob sie die einzig und allein vorkommende wäre. Diese eine Art ist das Aus- und Einströmen von Edelmetall bei unterschied-

---

1) a. a. O. S. 274. But when it (d. h. the circulating medium) consist ofs a depreciated paper-moncey. it (d. h. the exchange) necessarity will fall according to the degree of the depreciation.

2) ibid. S. 287. The remedy ..... is that the Bank should gradually decrease the amount of their notes in circulation until they shall have rendered the remainder of equal value with the coins which the represent, or in other words, till the price of gold and silver bullion shall be brought down to their mint price.

lichem Werte desselben an verschiedenen Orten. Dass ein solches vorkommt, können wir täglich beobachten, es ist der Gegenstand zahlloser Börsengeschäfte. Da Ricardo nur diesen Vorgang vor Augen hat, ist seine Auffassung über die ungünstige Handelsbilanz eine sehr wohl begreifliche. Denn eine Ausfuhr von Edelmetall, welche auf der örtlichen Wertdifferenz des Geldes beruht, hat entschieden die Tendenz, den Warenimport zu begünstigen. Das Geld wandert nämlich aus einem Lande, weil es dort einen relativ geringen Wert hat; daher werden die Exporteure von Edelmetall nicht geneigt sein, sich in Münzen bezahlen zu lassen, sondern werden sich um Waren umsehen, die in ihrem Lande begehrt werden. Auf Grund solcher Betrachtungen konnte Ricardo sagen, dass die Metallausfuhr Ursache und nicht Wirkung einer ungünstigen Handelsbilanz sei. Allein wie wichtig auch diese eine Art der Metallbewegung sein mag, ist sie nicht die einzige und eine zweite steht ihr an Bedeutung nicht nach. Während der eben erörterte Vorgang Folge des lokalen Wertunterschiedes der Edelmetalle ist, bietet uns die sogleich zu besprechende andere Art der Edelmetallbewegung ein Beispiel davon, wie die interlokale Wertgleichheit derselben ebenfalls ein Aus- und Einwandern der Edelmetalle zulässt, ja eine Bedingung für dieselben ist. Naeh Ricardo kompensieren sich Import und Export von Waren bei interlokaler Wertgleichheit des Geldes. Dies ist ein Irrtum. Der internationale Handel wird nicht betrieben, damit man an dem Wertunterschiede des Geldes verdiene, sondern weil eine Volkswirtschaft nicht Alles herstellen kann, dessen die Landesangehörigen benötigen oder weil die Herstellung der betreffenden Güter im Inlande unvorteilhafter wäre, als der Bezug derselben aus dem Auslande. Wir importieren Getreide nicht, weil das Geld bei uns wohlfeiler ist, als in dem Getreide produzierenden Lande, sondern weil unsere Volkswirtschaft die erforderlichen Getreidemengen nicht hervorbringen kann. Rücksichten auf ein Gleichgewicht in unserer Ein- und Ausfuhr werden uns nicht zurückhalten können, so viel Getreide zu importieren, als wir brauchen, einerlei, ob durch ein solches Vorgehen unsere Warenbilanz ungünstig gestaltet wird oder nicht. Ricardo stellt sich eine Volkswirtschaft vor, die im internationalen Verkehr stets nur das Ziel anstrebt, die Wertgleichheit des Geldes überall herzustellen.

Die Edelmetallbewegung ist also doppelter Art, einmal auf Wertunterschied der Edelmetalle beruhend, sodann durch ihre interlokale Wertgleichheit bedingt[1]). Erstere kann Ursache eines internationalen Handels, letztere kann Folge eines solchen sein. Keinesfalls besteht zwischen dem internationalen Handel und der Edelmetallbewegung ein Kausalzusammenhang, obwohl es meistens der Fall ist[2]).

Aber auch die Ursache der interlokalen Wertunterschiede des Geldes ist von Ricardo nicht genügend untersucht worden. Er behauptet, der Wert des Geldes hänge immer von seiner Menge ab. Dies ist nur ein Moment, das auf den Geldwert einwirkt, nicht aber das einzige Moment, welches hier von Belang ist. Dass eine vermehrte Geldmenge den Geldwert — caeteris paribus — unbeeinflusst lasse, kann Niemand behaupten. Allein die Klausel „caeteris paribus" will sagen, dass dieses Moment am besten untersucht werden kann, wenn wir von allen anderen wirksamen Einflüssen absehen, nicht, dass es bei Beurteilung thatsächlicher Verhältnisse isoliert in Betracht kommen kann. Wenn wir also die Veränderungen im Geldwerte vollständig erklären wollen, müssen wir auch auf die übrigen Faktoren Rücksicht nehmen. Die Geldmenge kann eine doppelt so grosse sein, wie früher, der Geldwert dabei doch unverändert bleiben, wenn die Nachfrage nach Geld in der Weise gestiegen ist, dass seiner Wertverminderung dadurch vorgebeugt wurde. Dieser Fall tritt uns bei jeder Emission von einlösbaren Banknoten entgegen. Man könnte geneigt sein, aus einer so beträchtlichen Vermehrung der Umlaufsmittel, wie sie durch die Banknotenausgabe erfolgt, auf eine Wertverminderung des Geldes zu schliessen, denn, dass durch die Zirkulation von Banknoten — und auch anderer „Geldsurrogate" — Geldgebrauch erspart wird, steht ausser allem Zweifel. Wenn eine Geldentwertung aus diesem Grunde trotzdem nicht eintritt, so liegt die Ursache darin, dass die vermehrten Zirkulationsmittel den entgeltlichen Verkehr so sehr steigern, dass der Geldwert unverändert bleibt.

1) Vgl. Knies: Das Geld. Berlin 1885. S. 233 ff.

2) Edelmetallbewegung ohne internationalen Handel liegt in den besonders in neuerer Zeit sehr häufigen Fällen von einseitigen Wertübertragungen vor. Vgl. darüber Fellmeth: Zur Lehre von der internationalen Zahlungsbilanz. Heidelberg. 1877 insbes. S. 10 ff. und Knies; Der Kredit. 2. Hälfte. Berlin 1879. S. 179 ff.



In Folge der Übertragung dieser Prinzipien auf das Papiergeld muss dann dieses eine einseitige Beurteilung erfahren, was ihm durch Ricardo auch zu Teil geworden ist. Für das Metallgeld kommt er zum Resultat, dass der Geldwert zu der Geldmenge in umgekehrtem Verhältnis stehe. Er wendet dies ohne Weiteres auf das Papiergeld an und unterzieht sich nicht der Aufgabe, die Entwertung einer solchen Valuta aus ihrem Wesen selbst zu erklären. Seine Quantitätstheorie, welche das Agio von dem Masse der Überemission von Papiergeld abhängen lässt, enthält wohl einen richtigen Kern. Allein sie hat den grossen Fehler, diese eine Seite der Erscheinung als das Ganze und die Erklärung dieses einen Teiles als die Erklärung des Ganzen der Erscheinung hinzustellen. Es ist nur zu bedauern, dass Ricardo nicht das Wesen des Papiergeldes zum Ausgangspunkte seiner Untersuchungen gemacht hat. Er berührt in seiner Schrift Erscheinungen, die, wenn näher untersucht, treffliche Fingerzeige für die Forschung geboten hätten. Er bemerkt nur flüchtig, dass das Papiergeld auf den Emissionsstaat beschränkt ist, ohne dieses hochbedeutsame Merkmal des Zwangspapiergeldes näher zu betrachten. Auch seine Hypothese, nach welcher Einschmelzung und Ausfuhr von Münzen verboten und der internationale Handel auf den Gebrauch von Metallbarren angewiesen wäre, bleibt für seine Erörterungen ohne besondere Bedeutung, obwohl sie sich, da sie den Gegensatz von lokal beschränktem und internationalem Zahlungsmittel plastisch hervorhebt, für die Lehre vom Agio als sehr fruchtbar hätte erweisen können. Ebensowenig findet bei Ricardo die Edelmetallbewegung zur Tilgung auswärtiger Verbindlichkeiten in ihrem Verhältnis zum Papiergeld eine Berücksichtigung. All diese Erscheinungen, deren genaue Kenntnis die richtige Lösung des Problems bedingt, lässt er ohne die ihnen gebührende Beachtung.

Immerhin hat Ricardo wenigstens ein Moment hervorgehoben, das auf das Agio eine Wirkung ausübt, nämlich die Quantität der Umlaufsmittel. Welche Bedeutung dieser zukommt und wie sie sich zu den übrigen Faktoren verhält, soll die Erörterung im zweiten Abschnitt darlegen.

Einen viel richtigeren Standpunkt, als Ricardo, nimmt Tooke ein. In seiner „Geschichte der Preise“ [1]) untersucht er die Theorie, welche

das Agio wie die Preissteigerung während der Restriktionszeit als eine Konsequenz der übermässigen Notenemission hinstellt und welche in England zur Zeit des Papiergeldumlaufes eine allgemein verbreitete war. Tooke leugnet keineswegs, dass eine schrankenlose Vermehrung der uneinlösbaren Banknoten zu einer Geldentwertung hätte führen können. Hingegen weist er nach, dass eine solche Vermehrung während der Restriktionszeit nicht eingetreten ist, ja bei geregeltem Geschäftsgebahren der Bank von England nicht eintreten konnte, denn die Bank gewährte immer nur kurzen Kredit, diskontierte nur solide, aus wirklichen Handelsgeschäften hervorgegangene Wechsel von bestimmter kurzer Dauer. Durch diese Geschäfte war zugleich der Umfang der Notenemission bestimmt, durch eine Veränderung des Zinsfusses konnte der Notenumlauf dem Geschäftsbedarf, wie in normalen Zeiten, angepasst werden [2]). Die Notenausgabe erfolgte also auch in jener Zeit durch Gewährung von Kredit und da die fälligen Forderungen der Bank in Noten zurückgezahlt wurden, so fiel das grosse regulierende Prinzip der Banknotenmenge, die Rückströmung zur Bank, auch während der Restriktionsperiode nicht weg. Das Steigen der Preise in jener Zeit ist also Folge ganz anderer Ursachen, so auch das Auftreten des Agio's. Tooke beobachtet, „dass während die Notenausgabe der Bank von 1797—1817 mit unbedeutenden Ausnahmen stetig zunahm, die Wechselkurse sich bei jeder Pause, die in dem Druck der ausserordentlichen Zahlungen an das Ausland eintrat, wieder erholten und dass, als dieser Druck ganz aufgehört hatte, die Wechselkurse und der Goldpreis auf Pari standen, während der Notenumlauf der Bank grösser war, als je vorher, woraus wohl die stärkste Vermutung sich ergiebt, dass die vorangegangene Vermehrung nicht die Ursache des Sinkens der Wechselkurse war“ und „dass in dem Unterschiede zwischen Papier und Gold das Gold es war, welches durch vermehrten Bedarf von Papier, nicht das Papier, das durch vergrösserte Menge vom Gold abwich“.

---

1) Vgl. Die Geschichte und Bestimmung der Preise während der Jahre 1793 bis 1857 von Th. Tooke und W. Newmarch. Deutsch und mit Zusätzen versehen von Dr. C. W. Asher. Dresden 1858/59. Bd. I. S. 59—91.

2) Tooke a. a. O. S. 82 ff.

Schon aus dieser kurzen Darstellung der Tooke'schen Ansicht geht hervor, dass er die Theorie des Agio's wesentlich bereichert hat. Indessen können seine knappen Bemerkungen über diesen Gegenstand nur als Grundlage weiterer Untersuchungen und nicht als vollständige Beleuchtung all der auf diesem Gebiete auftretenden Erscheinungen gelten. Er deutet nur an, dass die auswärtigen Zahlungen es sind, welche ein Agio hervorrufen können. Von welchen Umständen aber diese abhängig sind, wie sie wirken, welches das Mass ihres Einflusses ist, durch welche Bedingungen ihre Wirksamkeit ermöglicht wird, welche andere Verhältnisse mit in Betracht gezogen werden müssen, wird von ihm nicht einmal erwähnt. Ferner hat er immer nur die britischen Zustände vor Augen, ein anderes Papiergeld kennt er nicht, daher es ihm unmöglich ist, einen Zusammenhang zwischen der Art des Papiergeldes und dem Agio zu entdecken. Damit wollen wir ihm durchaus keinen Vorwurf machen. Das Agio ist für ihn Nebensache. In einer Geschichte der Preise musste er nur feststellen, ob es für die Preise von Belang ist oder nicht. Der Nationalökonomie erwächst aber die Aufgabe, sich nicht mit einem allgemeinen Hinweis auf die Ursachen des Agio's zu begnügen, sondern auch sein ganzes Wesen zur klaren Erkenntnis zu bringen, eine Aufgabe, die für Theorie und Praxis von gleich hoher Bedeutung ist.

Dieser Aufgabe sucht Adolf Wagner gerecht zu werden[1]), indem er die Theorie des Agio's auf dem von Tooke angedeuteten Wege weiter ausbaut. Wagner stellt fest, dass die Bewegung des Agio's von dem Angebot und von der Nachfrage, d. h. von den Geschäften in Edelmetall abhängt, untersucht aber von diesen beiden Momenten nur das wichtigere, nämlich die Nachfrage und ihre Bestimmungsgründe. Diese sind der Misskredit des Papiergeldes, welcher ein Bestreben bei den Inhabern dieser Scheine hervorrufen kann, sich ihrer zu entledigen und es gegen Edelmetall umzutauschen. Ferner erzeugen die Gold- und Silberverarbeitung, wie die in Edelmetall zu

---

1) Seine Schrift: Die Geld- und Credittheorie der Peel'shen Bankacte, Wien 1862, enthält (S. 37—62) eine Widerlegung der Ricardo'schen Quantitätstheorie, wesentlich auf Grundlage der Untersuchungen Tooke's. Die im Text reproduzierte Darstellung befindet sich in seiner späteren Arbeit: Die russische Papierwährung. Riga 1868. S. 85—96.



leistenden Zahlungen gleichfalls eine solche Nachfrage. Beide Vorgänge wirken auf das Agio unmittelbar ein. Mittelbar wirkt hingegen das Verhältnis der Papiergeldmenge zu den mit Papiergeld bewerkstelligten Umsätzen, denn dieses bestimmt, wie viel Papiergeld zum Ankauf von Edelmetall verfügbar ist.

Weiter unterscheidet Wagner eine direkte und eine indirekte Nachfrage. Erstere Art ist diejenige, welche das Misstrauen gegen das Papiergeld zur Grundlage hat und sich in einem Verlangen nach Gold- und Silberaufhäufung kundgiebt. Indirekt ist diejenige, welche sich auf Ankauf ausländischer, auf Metallvaluta lautender Wechsel richtet. Je nach der Nachfrage ist das Agio ein verschiedenes. Ist sie eine direkte, so wird primär das Agio, sekundär der Wechselkurs bestimmt, im entgegengesetzten Falle umgekehrt. Die Wechselkurse richten sich auch bei Zwangspapiergeld nach der internationalen Zahlungsbilanz, folgen aber im Ganzen den Bewegungen des Agio's, der Unterschied von Metallagio und Wechselagio kann höchstens der Gesamtbetrag der Metallbezugskosten sein.

Unter verschiedenen Bedingungen tritt bald das Metallagio, bald das Wechselagio in den Vordergrund. Die direkte Nachfrage erlangt besonders bei politischen und merkantilen Krisen grosse Bedeutung. Das durch sie bestimmte Agio treibt dann die Wechselkurse in die Höhe und begünstigt in dieser Weise den Export, verändert damit zugleich die internationale Zahlungsbilanz. In entgegengesetzter Richtung wirkt aber das Streben, das Vermögen ins Ausland zu bringen, welches wieder die Nachfrage nach Wechseln steigert, wozu sich meistens die Einziehung der Guthaben seitens auswärtiger Gläubiger gesellt. In solchen Fällen ist der schlechtere Wechselkurs Folge des Agio's und ruft gleichzeitig ein solches hervor. Wenn die Panik vorbei ist, macht sich die umgekehrte Tendenz geltend, die direkte Nachfrage nach Edelmetall sinkt und die Wechselkurse werden wieder ausschliesslich von der internationalen Zahlungsbilanz reguliert. Da aber nun durch das bereits hochgestiegene Agio der Export nachdrücklich begünstigt, der Import geschmälert wird, so gewahren wir in Zeiten solcher Rückschläge eine Verbesserung der Wechselkurse. Aus diesen Beobachtungen zieht Wagner den Schluss, dass das Agio in „anomalen“ Zeiten wesentlich vom psychologischen Faktor des

Misstrauens oder Vertrauens abhängt, welche die Bedingungen der Nachfrage und des Angebotes von Edelmetall sind. Anders in normalen Zeiten. Das Moment des Vertrauens ist in diesen nicht so veränderlich, daher auch weniger mächtig. In Folge dessen bewegt sich das Agio gleichmässiger. Die direkte Nachfrage verschwindet, die indirekte tritt an ihre Stelle, die internationale Zahlungsbilanz, der auswärtige Wechselkurs sind für das Agio massgebend. Die internationale Zahlungsbilanz gestaltet sich jedoch bei Zwangspapiergeld ganz anders, als in Ländern mit einer Metallvaluta. Das Agio begünstigt die Ausfuhr und verringert sich in dieser Weise selber, allein dieses Heilmittel ist, da es fortwährende Schwankungen in den Preisen hervorruft, ein sehr gefährliches. Wenn nämlich die Entwertung des Papiergeldes den inländischen Waren gegenüber zu einer Wertverminderung wird, so begünstigt dieser Vorgang den Warenimport und eine solche Veränderung der Zahlungsbilanz zieht das Steigen des Agio's nach sich.

Offenbar hat Wagner durch seine scharfsinnige Forschung das Wesen des Agio's und seiner Schwankungen viel tiefer begründet, als irgend Jemand vor ihm. An Stelle einseitiger oder blos flüchtiger Beobachtungen hat er eine feste Theorie gesetzt. Seine Untersuchung muss als das Fundament für jedes Studium auf dem Gebiete der Papiergeldentwertung betrachtet werden. Allein wie hoch man auch sein Verdienst um die Lehre vom Agio veranschlagen mag, so hat er das Wesen der Papiergeldentwertung doch nicht vollständig erkannt. In gewissen Beziehungen müssen seine Behauptungen ergänzt, ja berichtigt werden. Die Ursache dieser Mängel kann wohl darin gesucht werden, dass ihm die spezifisch russischen Verhältnisse zum Aufbau seiner Theorie Anlass gegeben haben. Abwohl er den Ausführungen Tooke's vorwirft, dass sie nur die Vorgänge während der Zeit der Bankrestriktion in England vor Augen haben und diesen kein allgemeines Prinzip abstrahieren [1]), verfällt er doch in die anologe Einseitigkeit. So ist es entschieden diesem Umstande zuzuschreiben, dass Wagner die Beziehung, welche vorhanden ist zwischen dem Agio und der verschiedenen Art der Papierscheine, welche mit Zwangskurs zir-

1) Vgl. Wagner a. a. O. S. 87 a. E.



kulieren, nicht erwähnt. Im Laufe unserer Untersuchungen werden wir sehen, dass ein solcher Zusammenhang vorhanden ist und dass die Schwankungen des Agio's notwendigerweise verschieden sind je nach der Natur des Zwangskurses, andere, wenn Staatspapiergeld oder uneinlösbare Banknoten emittiert werden, und andere, wenn die Suspension der Noteneinlösung in Folge von Edelmetalldarlehen der Bank an den Staat notwendig wird. Auch in Bezug auf das von Wagner so energisch betonte Kreditmoment müssen wir dieselbe Behauptung aufstellen. In Russland, dessen Kreditwürdigkeit auch heute noch eine zweifelhafte ist, tritt dieses Moment mit solchem Nachdruck auf, dass man es mit Fug als den Hauptfaktor bei den Agioschwankungen hervorheben und als ein solches betrachten muss, welches in Zeiten einer Panik eine ungünstige Handelsbilanz hervorzurufen vermag. Als solches aufgefasst wird dem Kreditmoment natürlich eine ungeheuere Bedeutung zugeschrieben. Es wird sich dem gegenüber zeigen, dass der Kredit des Staates vielmehr von der gesamten Zahlungsbilanz desselben mitbedingt wird, und dass bei einer aktiven Zahlungsbilanz die Wirkung des Kredites viel nebensächlicher ist, als Wagner meint, und dass unter solchen Umständen die Schwankungen des Agio's selbst in politisch höchst bewegten Zeiten unterbleiben können, dass also der prinzipielle Unterschied zwischen Agiobewegung in anomalen und normalen Zeiten kein so grosser ist, wie Adolf Wagner betont. Ferner dürfen wir nicht übersehen, dass durch die Bestimmungsgründe blos der Nachfrage ein Preis noch nicht festgestellt werden kann. Wagner erwähnt wohl, dass das Agio von Nachfrage und Angebot abhängt, unterlässt aber jede Untersuchung bezüglich des Angebotes. Diese Lücke seiner Darstellung wurde von Ferraris ergänzt [1]). Auf die Erörterungen dieses Schriftstellers gehen wir jedoch noch nicht näher ein, da wir das Resultat seiner Forschungen an anderer Stelle verwerten müssen und uns keiner überflüssigen Wiederholungen schuldig machen wollen.

Zum Schluss unserer Betrachtungen der geschichtlichen Entwicklung der Agiotheorie müssen wir noch die Ansicht von Kramař er-

---

1) Vgl. dessen bereits zitierte Schrift: Moneta e corso forzoso. S. 51 ff.

wähnen [1]). Kramař behauptet, dass das Agio wesentlich vom Staatskredit abhänge, nämlich in dem Sinne, dass es gering sei, wenn Aussicht auf die Herstellung der Valuta, auf Einlösung des Zwangspapiergeldes vorhanden ist. Den Staatskredit aber bestimme die Börse, daher das Agio durch die Börsenspekulation geregelt werde. Das Börsenspiel, welches sich in normalen Zeiten auf andere Spekulationsgegenstände wirft, sei in diesem Falle von Vorteil, da es die auf das Papiergeld einwirkenden Momente zum Durchbruch kommen lässt. Allein in Zeiten politischer und finanzieller Krisen, wo der Börse nichts Anderes übrig bleibt, als in Valuta zu spekulieren, werde dieses Spiel höchst verderblich. Diesem Urteil Kramař's gegenüber muss betont werden, dass das Zwangspapiergeld kein Geld**kredit**papier ist, daher es nicht vom Kredit des Staates in dem Sinne abhängen kann, in welchem Kramař das Wort gebraucht. Was sodann seine Meinung über die Einwirkungen der Börse betrifft, so ist diese entschieden von der Hand zu weisen. Die Börse ist unfähig, auf das Agio anders einzuwirken, als dass sie die Veränderungen in den Ursachen der Agioschwankungen genau verfolgt, ihnen sogar unter Umständen vorarbeitet. Eine andere Rolle der Börse bei diesem Vorgang können wir nicht anerkennen.

Nun können wir, da wir die verschiedenen Ansichten über die Ursachen der Agioschwankungen bereits kennen lernten, auf eine positive Entwicklung der Agiotheorie eingehen.

II.

Es wurde schon im Laufe unserer bisherigen Erörterungen öfter berührt, dass das Mangelhafte vieler bisheriger Forschungen auf dem Gebiete des Agio's darin besteht, dass sie dasselbe ohne Rücksicht auf die Natur des Zwangspapiergeldes zu erklären suchten. Daraus ergiebt sich für uns vor Allem die Aufgabe, das Wesen dieses Umlaufsmittels, sein Charakteristikum genau festzustellen.

1) Vgl. Kramař: Das Papiergeld in Oesterreich seit 1848. Leipzig 1886. S. 68 ff.



Es fragt sich zunächst, welche Ursache das Zwangspapiergeld notwendig macht. Darauf giebt es nur eine Antwort, nämlich: die Finanznot des Staates. Aus finanziellen Gründen werden wohl auch in gesunder Lage der Staatswirtschaft Papierscheine für den Umlauf ausgegeben und aus dieser Operation erwächst dem Staate ein oft sehr beträchtlicher materieller Vorteil. Allein dieses Papiergeld hat keinen Zwangskurs[1]) und kann bei der Staatskasse zu jeder Zeit gegen klingende Münze umgewechselt werden. Auch wird seine Emission und deren Umfang stets durch die Menge der an den Staat zu leistenden Zahlungen bedingt werden müssen. Wird dann noch bei seiner Ausgabe auf die Verkehrsverhältnisse und ihren Bedarf Rücksicht genommen, so kann es als Regulator der Preise für die Volkswirtschaft sehr nützlich sein. Ein solches Umlaufsmittel hat alle Eigenschaften, welche notwendig sind, um seinen Kurs mit dem Metallgeld auf gleichem Niveau zu halten. Ein Agio ist in diesem Falle, so lange das Papiergeld in der geschilderten Weise auftritt, von vornherein ausgeschossen.

Ganz andere Beweggründe zwingen den Staat zur Ausgabe von uneinlösbarem Papiergeld mit Zwangskurs. Dies kommt in der Regel in Zeiten vor, wo alle anderen Finanzquellen erschwert sind. In politisch bewegter Situation fliessen die Steuern oft sehr unregelmässig ein. Der Kredit des Staates wird dermassen beeinträchtigt, dass er ebenfalls nicht mehr ohne eine unbillige Belastung der künftigen Generationen in Anspruch genommen werden kann. Überdies könnten diese Schulden, da sie unter sehr ungünstigen Verhältnissen zu einem hohen Zinsfuss aufgenommen werden müssen, nur geringen Nutzen abwerfen. Der Finanzbedarf muss aber gedeckt werden, sonst wäre die Exitenz des Staates gefährdet. Es bleibt daher in Zeiten einer Finanznot nichts Anderes übrig, als ein uneinlösbares Papiergeld mit Zwangskurs zu konstituieren.

Diese Massregel kann verschiedener Art sein. Der Staat kann selber uneinlösbare Papierscheine mit Zwangskurs emittieren oder er

---

1) So die deutschen Reichskassenscheine (auf Grund des Gesetzes vom 30. April 1874 emittiert). Die 5- und 10-L.-Scheine in Italien sind wohl gesetzliche Zahlungsmittel, da sie aber einlösbar sind, nennt man ihren Kurs keinen Zwangskurs (corso forzoso), sondern blos einen Legalkurs (corso legale).



kann den Noten der Emissionsbanken einen solchen verleihen und diese zugleich von der Einlösung derselben entheben. Letztere Art des Zwangspapiergeldes hat wiederum zwei Modalitäten. Entweder erhält der Staat ein Darlehen von der Bank in ihren bereits uneinlösbaren und mit Zwangskurs versehenen Noten oder er empfängt dieses Darlehen von der Bank in Edelmetall, welches die Edelmetallreserve der Bank liefert, da ja diese nicht mehr zur Einlösung der Noten seitens der Bank bereit gehalten werden muss.

Diese Formen des Zwangspapiergeldes sind nicht blos äusserlich von einander verschieden. Es wurde schon früh erkannt, dass das Staatspapiergeld anders beschaffen sei, als die „entartete“ Banknote, dass letztere nämlich auch während des Zwangskurses als Banknote fungiere, d. h. als ein Mittel der Bank bei Kreditgewährung Zahlungsmittel in Umlauf zu bringen. Daher, sagte man, sei insbesondere die Rückströmung zur Bank auch in Perioden des Zwangspapiergeldes vorhanden[1]). Indessen kann diese Erklärung der Unterschiede von Staatspapiergeld und uneinlösbarer Banknote mit Zwangskurs nicht als zureichend betrachtet werden, weil keine Trennung zwischen den verschiedenen Formen der entarteten Banknote vorgenommen wurde. Denn wenn der Staat von der Bank Darlehen in Noten entgegenimmt und die in dieser Weise erhaltenen Summen zur Deckung seiner laufenden Ausgaben verwendet, so ist in Bezug auf dieses Quantum von Banknoten, da sie zur Zahlung von Schulden verausgabt wurden und nicht zur Begründung von Forderungen dienen, eine Rückströmung durchaus nicht vorhanden. Ein solcher Vorgang ist nur in Betreff derjenigen Notenmengen zu beobachten, welche die Bank in ihren Geschäften gebraucht. Denselben Sachverhalt können wir aber auch beim Staatspapiergeld konstatieren. Denn auch bei Umlauf eines solchen strömen die Banknoten bei Fälligkeit der Forderungen zur Ausgabestelle zurück und die Staatsnoten kommen in derselben Weise in den Verkehr, wie die dem Staate dargeliehenen Banknoten. Daraus erhellt aber, dass der Unterschied zwischen Staatspapiergeld und Bankpapiergeld — in dem Falle, dass der Staat von der Bank Darlehen in diesem Gelde empfängt — ein nur äusserlicher ist, dass diese beiden Erscheinungen in ihrem Wesen vielmehr prinzipiell identisch sind.

1) Vgl. auch Wagner: Peel'sche Bankakte S. 69 ff.



In Bezug auf das Agio ergiebt sich daraus, dass jede Erklärung seiner Schwankungen aus diesem Unterschiede, dass sie nämlich bei Staatspapiergeld grösser seien, als bei Bankpapiergeld dieser Art, vollständig unhaltbar ist.

Eine Scheidung muss hingegen in Betreff dieses Papiergeldes und der entarteten Banknoten eintreten, wenn letztere ausschliesslich im Dienste der Bank stehen, der Staat aber für seine Zwecke die von diesem Institute erhaltenen Metallvorschüsse verwendet. In diesem Falle steht die Rückströmung der Banknoten in Aussicht, als ob im Geldumlauf überhaupt keine Veränderung Platz gegriffen hätte. Die Menge der Banknoten bewahrt auch nach Verfügung des Zwangskurses die Tendenz den Verkehrsbedürfnissen sich anzupassen. Eine Überemission seitens der Bank ist aber in diesem Falle doch möglich, da der Notenausgabe keine Schranke gesetzt ist, wie bei der Verpflichtung zur Einlösung. Daher empfiehlt es sich, um einem solchen Übel vorzubeugen, stets ein Maximum für den Notenumlauf aufzustellen. Ist ein solches festgesetzt, so richtet sich die Notenmenge innerhalb der statuierten Grenze nach den Erfordernissen des Geschäftsverkehres, während beim Staatspapiergeld und bei der anderen Form der entarteten Banknote sie lediglich vom Stande der Staatsfinanzen abhängt, also auch dann sich vergrössern kann, wenn dies der Verkehr durchaus nicht erfordert und bei steigendem Geschäftsbedarf möglicherweise sich vermindert.

Nach diesen Bemerkungen darf es wohl als erwiesen angesehen werden, dass die Trennung von Staatspapiergeld und entarteter Banknote jeder Basis entbehrt und dass die richtige Grundlage für eine Unterscheidung die Art und Weise bildet, auf welche das uneinlösbare Zwangspapiergeld in Umlauf gesetzt wird.

Daraus folgt aber auch, dass der prizipielle Unterschied zwischen Zwangspapiergeld und normaler, d. h. einlösbarer Banknote nicht in der Art der Emission belegen ist. Auch die entartete Banknote, welche in Zeiten des Zwangspapiergeldes ebenfalls nur durch Kreditgewährung in Umlauf kommt, ist ein Zwangspapiergeld und weist den genannten Unterschied gegenüber der einlösbaren Banknote nicht auf. Das Moment, dass das Papiergeld durch Bestreitung laufender Ausgaben des Staates in Umlauf kommt, ist kein seinem Wesen ange-

höriges, es kommt nur bei einer Art des Zwangspapiergeldes vor. Den grundsätzlichen Gegensatz des Papiergeldes zur normalen Banknote bildet seine Uneinlösbarkeit und sein Zwangskurs[1]). Die einlösbare Banknote ist ein Geldkreditpapier, durch ihre Emission begründet die Bank nicht blos Forderungen, sondern nimmt gleichzeitig vom Publikum einen Kredit in Anspruch. Der Umlauf der Banknote bedeutet eine Reihe von Kreditvorgängen, in denen die Zahlungen durch Überweisung von Zahlungsanweisungen bewerkstelligt werden und immer der jeweilige Inhaber der Note Gläubiger der Bank ist. Mit ihrer Präsentation ist ihr Lauf zu Ende, die effektive Zahlung, welche als Grundlage die zahlreichen stattgefundenen Kreditvorgänge ermöglichte, ist mit ihrer Einlösung erfolgt, es ist kein Grund mehr für's Dasein einer Forderung vorhanden, ebensowenig, wie nach erfolgter Tilgung der Wechselschuld bei Präsentation des Wechsels. Da die Banknote die sinnlich greifbare Form einer Forderung ist, so hängt ihr Wert naturgemäss von der Sicherheit der Schuld ab. Wird die Bank für fähig gehalten, ihre Noten einzulösen, so werden diese überall als Zahlungsmittel angenommen, ist dies hingegen nicht der Fall, so wird man sie zurückweisen, oder nur zu einem geringeren Kurse für diesen Dienst gebrauchen können. Daraus geht meines Erachtens ohne Weiteres hervor, dass ein Legalkurs für einlösbare Banknoten[2]) unnötig ist; denn entweder ist der Kredit der Emissionsbank ein fester und dann ist eine solche Massregel überflüssig, oder ist er es nicht und in diesem Fall kann der Legalkurs nur für einen Vorläufer des Zwangskurses oder des Zusammensturzes der Bank gelten.

Bei dem eigentlichen Papiergeld ist Einlösbarkeit nicht vorhanden. Da aber Keiner geneigt wäre, die Papierscheine nur aus dem Grunde anzunehmen, weil ihnen vom Staat äusserlich ein gewisser Wert beigelegt wird, so ist die unausbleibliche Folge des Nichtvorhandenseins einer Einlösung die Dekretierung des Zwangskurses. Ohne einen solchen

---

1) So schon Wolowski: Le change et la circulation. Paris 1869. S. 433: „Les deux caractéres distinctifs du papier-monnaie sont qu 'il n'est pas rembour sable en espéces sonanntes, et qu'au lieu d'avoir pour limite la confiance publique, il s'impose par voie d'autorité au moyen du cours forcé, en usurpant la faculté libératoire.

2) Wie z. B. der Legalkurs der Noten der Bank von England seit 1833.



wäre das uneinlösbare Papiergeld zur Zirkulation unfähig. Durch dieses wird das Papiergeld allgemeines Liberationsmittel für sämtliche bestehende Verbindlichkeiten, sowohl Privaten, als auch dem Staate gegenüber. Der Gebrauch von Papiergeld bedeutet auch fernerhin nicht, dass durch seine Hingabe eine Zahlung vollzogen wird. Die Übergabe von Papierscheinen zur Tilgung bestehender Forderungen ist nie eine solche. Das Wesen der Zahlung besteht immer in der Übertragung wirtschaftlicher Güter. Wenn in Metallgeld „gezahlt" wird, so wird ein wirtschaftliches Gut und der in ihm vorhandene Wert übertragen. Das Papiergeld entbehrt aber überhaupt der Eigenschaften eines wirtschaftlichen Gutes. Nur eine ihm durch den Zwangskurs verliehene Fähigkeit, den Schuldner von seinen Verbindlichkeiten zu befreien, macht es zu einem Mittel, das „an Zahlungs-Statt" gebraucht werden kann. In dieser Eigenschaft kann es aber die Stelle des Metallgeldes einnehmen, jedenfalls, weil durch das Machtgebot des Staates unterstüzt, im Inlande. Nie wird aber das Papiergeld zu einem Geld im wahren Sinne des Wortes. Es fehlen ihm die essentiellsten Merkmale des Geldes. Soeben sahen wir, dass es kein wirtschaftliches Gut ist. Daher kann es auch keinen wirtschaftlichen Wert haben, was es unfähig macht, die Funktion des Wertmessers zu verrichten. Wenn auch im Papiergeldverkehr die Wertmessung äusserlich in Papierscheinen erfolgt, so ist diese Messung ihrem Wesen nach doch eine mit Metallgeld. Während bei Metallwährung der Vergleich unmitttelbar zwischen Waren und Münzen erfolgt, so werden in Staaten mit Papiergeld zuerst Ware und Münzen, sodann Papiergeld und Münzen mit einander verglichen und erst nach Aufstellung dieser Vergleiche der Wert der Güter in Papiergeld festgestellt. Durch den Mangel an wirtschaftlichem Wert wird das Papiergeld zur Funktion der Wertaufbewahrung und des Werttransportes ebenfalls unbrauchbar. Diese Aufgaben müssen auch fernerhin durch das Metallgeld erfüllt werden. Nur als Tauschmittel und als Preismasstab kann das Papiergeld fungieren, seinen übrigen Dienstleistungen liegt immer die Vorstellung einer Metallwährung zu Grunde.

Dieser durch die Uneinlösbarkeit und durch den Zwangskurs bedingte Charakter des Papiergeldes erleidet eine durchgreifende Veränderung, wenn eines dieser Momente wegfällt. Es hat sich gezeigt,

dass uneinlösbares Papiergeld ohne Zwangskurs nicht in Umlauf gesetzt und in demselben erhalten werden kann. Desgleichen ist ein einlösbares Papiergeld (einerlei ob mit oder ohne Zwangskurs) kein „eigentliches“ Papiergeld. Die Möglichkeit der Einlösung macht diese Scheine zu Trägern von Forderungen, zu Geldkreditpapieren, wie die Banknoten. Wenn also bei Abschaffung des Papiergeldes eine Einlösung gegen Metallgeld eintritt, so wird das Papiergeld dadurch seiner Eigenart entkleidet. Sein Kurs richtet sich nunmehr nach ganz anderen Kriterien, als früher, die für es erhältliche Geldsumme wird massgebend. Diese Veränderung tritt gewöhnlich erst in dem letzten Stadium des Papiergeldes ein, nämlich bei dem Entschluss des Staates, dasselbe definitiv einzulösen und zur Metallwährung überzugehen. Gelingt ein solcher Versuch nicht, ist der Staat unfähig, sein Einlösungsversprechen zu halten, so nimmt das Papiergeld seine früheren Eigenschaften an und sein Kurs richtet sich wieder nach anderen Grundsätzen, als der der Geldkreditpapiere, ein Satz, dessen Wahrheit insbesondere durch die Geschichte Österreichs erhärtet wird, wo so oft — vergeblich — Massregeln zur Abschaffung der Papierwährung ergriffen wurden. Wenn der Staat seine Noten einlösen kann, so fungieren diese während der Zeit des Überganges zur Metallwährung wie Umlaufsmittel, welche Zahlungsversprechen sind. Dabei ist es ganz irrelevant, ob der Staat für die Scheine die auf ihnen verzeichneten Summen giebt, oder eine neue Währung ins Leben treten lässt und die Scheine nach Massgabe dieser einlöst. Der Wert des Papierzettels ist in diesem Stadium ganz unabhängig von der auf ihm befindlichen Aufschrift und richtet sich lediglich nach der Geldmenge, die für ihn gegeben wird.

Die Einziehung des Papiergeldes durch Ausgabe von Metallgeld ist ein Mittel um den durch die Papierwährung verloren gegangenen Kontakt zwischen papiernen Umlaufsmitteln und Metallgeld wieder herzustellen. Ein solcher Zusammenhang ist während der Herrschaft des eigentlichen Papiergeldes, welches für uns in Betracht kommt, nicht vorhanden. Wenn metallene Umlaufsmittel die Dienste des Geldes verrichten, so ist für diese Zwecke ein Stoff dienstbar gemacht, welcher im Wirtschaftsleben auch anderweitige, sogar sehr vielfältige Verwendung findet. Durch Münzung des Metalles wird ein gewisses

Quantum dieses Stoffes auch äusserlich den Funktionen des Umlaufsmittels gewidmet. Für den Gebrauch des Geldes ist das Moment der Münzung hoch bedeutsam. Nicht minder wichtig ist aber, dass die Geldprägung das betreffende Quantum von Metall, obwohl sie es für den Umlauf viel leichter verwendbar macht, dem anderweitigen Gebrauch doch nicht entzieht[1]). Das gemünzte Geld kann aus dem Verkehr gezogen und im Gewerbebetrieb benutzt werden, ebenso, wie Geräte u. dgl. durch Prägung die Form des gemünzten Geldes annehmen können. Das Metallquantum, welches in Form gemünzten Geldes umläuft, ist immer ein Teil des gesamten Metallvorrates einer Volkswirtschaft, ergänzt sich aus diesem und führt seinen Überschuss an ihn ab. Nicht anders bei Vorhandensein von einlösbaren Banknoten und uneigentlichem Papiergeld, welche den Gebrauch von Metallgeld zu ihrer unmittelbaren Grundlage haben. Bei eigentlichem Papiergeld existiert ein ähnlicher Zusammenhang nicht. Die Emission bezweckt nicht den Gebrauch von Metallgeld blos vorübergehend überflüssig zu machen, um auf ihn bei definitiver Liquidierung von Forderungen und Schulden zurückzugreifen, sondern ihn geradezu durch Umlauf von Papierscheinen zu ersetzen. Während die Geldkreditpapiere ihren Wert aus dem Umstande ableiten, dass sie Träger von Forderungen sind, welche auf Metallgeld lauten, kursiert das eigentliche Papiergeld nur als ein „zwangweise“ letztes Solutionsmittel. Daher kann ein gemischter Geldumlauf von Edelmetall und Banknoten sämtliche Funktionen des Geldes verrichten, wozu das Zwangspapiergeld, wie schon oben erwähnt, unfähig ist. Hieraus ergiebt sich für das Zwangspapiergeld mit zwingender Notwendigkeit, dass ein Unterschied zwischen dem Kurs von Papier- und Metallgeld möglich ist, dass ein Agio auftreten kann. Die Ursachen, welche ein solches hervorrufen können, sollen nun untersucht werden.

Wo das Zwangspapiergeld unfähig ist, die Funktionen des Geldes zu verrichten, muss Metallgeld für es gekauft werden und dieses den betreffenden Zwecken dienen. Für den Dienst des Wertmessers genügt eine Vorstellung von thatsächlich zirkulierendem Metallgelde, daher wenn man den Wert wirtschaftlicher Güter feststellen will, der

---

1) Vgl. des Näheren: Knies: Das Geld. S. 182 ff.

faktische Besitz von solchem überflüssig ist. Die Funktionen des Tauschmittels und des Preismassstabs[1]) kann das Papiergeld übernehmen. Dagegen kann es kein wahres Zahlungs-, Wertaufbewahrungs- und Werttransportmittel sein, da es — wie bereits erwähnt — selbst keinen wirtschaftlichen Wert hat. Auch kann man aus einem Umlauf von Papiergeld nie Edelmetall für Zwecke der Industrie entnehmen. Werden solche Dienste vom Geld verlangt, so entsteht ein natürliches Bedürfnis nach Edelmetall und dieses muss mit Papiergeld gekauft werden. Übersteigt der Preis des Metallgeldes den Nominalwert der Papierzettel, so ist ein Agio vorhanden. Wenn wir nun die Gesetze des Agio's feststellen wollen, so müssen wir die Bestimmungsgründe, von welchen es abhängt, näher in's Auge fassen.

Unter der Herrschaft des Papiergeldes fällt die Nachfrage nach Edelmetall zum Zwecke der Zahlungen und des Werttransportes zusammen, denn im Inlande braucht man kein Edelmetall zu haben um Vorbindlichkeiten erfüllen zu können. Da das Papiergeld zwangsweise letztes Solutionsmittel ist, so kann man durch Hingabe von Papiergeld sich von allen Schulden befreien. Im Inlande wird für diesen Zweck überhaupt kein Metallgeld erfordert[2]). Im Auslande kann man aber mit Papierscheinen nicht bezahlen. Auswärtigen Gläubigern gegenüber muss eine wirkliche, keine blos fiktive Zahlung vorgenommen werden. Daher, wenn Schulden im Auslande getilgt werden sollen, müssen wirkliche Werte in der Zahlung übertragen werden, d. h. diese Aufgabe muss durch Edelmetalle verrichtet werden. Die Nachfrage nach Edelmetall ist in diesem Falle durch die Notwendigkeit wirklicher Zahlung, faktischen Werttransportes bedingt.

Die Technik der internationalen Zahlungen verändert aber diese Sachlage. Auch bei geregeltem Münzumlauf ist es nicht der normale

1) Vgl. über die Funktion des Geldes als Preismassstab: Knies, Das Geld. 2. Aufl. 197 ff.

2) Wenn die Gesetzgebung Kontrakte in Bezug auf Zahlung von Edelmetall zulässt, kann eine Nachfrage nach Edelmetall zum Zwecke inländischer Zahlungen entstehen. Dieser Fall ist jedoch ein sehr seltener, daher irrelevant. Vgl. Ferraris a. a. O. S. 40: Quando poi le leggi permettono nei contratti il patto di pagamento in moneta metallica, vi può essere una domanda di metallo diretta allo scopo di adempire a tali stipulazioni. Ma l'esperienza addimostra che tali stipulazioni sono rare in paesi a corso forzoso.



Fall, dass die Begleichung auswärtiger Forderungen und Schulden durch Übersendung von Metallgeld vollzogen wird, sondern dass fremde Wechsel zu diesem Zwecke gekauft werden und durch Übersendung dieser die Abwicklung der internationalen Zahlungsoperationen erfolgt. Dies bedeutet eine grosse Erleichterung für den Geschäftsverkehr und ermöglicht in dieser Beziehung sehr erhebliche Ersparnisse. Die Übersendung von Wechseln verursacht kaum mehr Kosten, als die Expedition eines Briefes, während die Auslagen für Transport, Versicherung, Umprägung des Edelmetalles, besonders bei grossen Beträgen, sehr hohe sein können. Selbst wenn die Wechsel das Pari übersteigen, wird es noch immer wohlfeiler zu stehen kommen, die Schulden in Wechseln, als in Metallgeld zu begleichen. Durch den Gebrauch von Wechseln wird es möglich gemacht, dass man zur Versendung von Edelmetall erst dann schreitet, wenn bei Zahlungen mit Wechseln — in Folge des hohen Steigens der Wechselkurse — Nichts erspart wird, d. h. wenn das Plus der auswärtigen Zahlungen gegenüber den inländischen Forderungen geleistet werden soll. Im umgekehrten Falle wird man erst dann Edelmetall ins Land kommen lassen, wenn die Gesamtheit der Forderungen sämtliche auswärtige Zahlungen in ihrem Betrage übersteigt. Die Wechselkurse können daher oberhalb und unterhalb des Pari's nur zwischen den Grenzen schwanken, welche ihnen durch die erwähnten Auslagen für Edelmetallsendung u. s. w. gezogen sind. Dass sie diese Grenzen nicht überschreiten können, ist natürlich, weil bei grösseren Abweichungen schon eine Edelmetallsendung stattfindet. Die Voraussetzung für solche festbestimmte Schranken ist daher eine Zirkulation von Münzen, aus welcher die zur internationalen Zahlung dienenden Edelmetallmenge entnommen werden kann.

Der feine Mechanismus des Wechselverkehres ist auch in Ländern mit Zwangspapiergeld thätig. Die Zahlungen, welche dieses Land an auswärtige Gläubiger zu leisten hat, werden zuvörderst mit Wechseln bewerkstelligt und auch es erhält Wechsel als Zahlung für seine Forderungen. Es ist möglich, dass die Einführung des Zwangspapiergeldes keine Veränderung im Gange der internationalen Zahlungen hervorruft, wenn nämlich das Metallgeld trotz des zirkulierenden Papiergeldes aus dem Umlauf nicht verdrängt wird, da in diesem Falle das nötige



Reservoir von Edelmetall, eine Bedingung geringer Schwankungen in den Wechselkursen ungeschmälert vorhanden bleibt. Dennoch entsteht bei Zahlungen an das Ausland immer in erster Linie eine Nachfrage nach fremden Wechseln und erst sekundär eine nach Metallgeld.

Daraus erhellt, dass auch in Ländern mit Papierwährung die Zahlungen an das Ausland nur indirekt eine Nachfrage nach Edelmetall hervorrufen, direkt hingegen die Tendenz haben, die Wechselkurse zu steigern. Ob aber die Wechselkurse nur so weit schwanken, wie bei Metallwährung, hängt vom Vorhandensein internationaler Zahlungsmittel, d. h. von Edelmetallen oder — seit den letzten zehn Jahren — von Gold ab [1]). Hier greifen nun die übrigen Momente, welche eine Nachfrage nach Gold erwecken können, ein. Diese Momente werden noch im Laufe unserer Erörterungen behandelt und ihr Verhältnis zu den internationalen Zahlungen dargelegt werden. Hier wollen wir diese Einwirkungen ausser Acht lassen und zum Zwecke unserer weiteren Deduktion annehmen, diese anderweitigen Momente hätten die metallenen Umlaufmittel des Landes auch nach Einführung des Zwangspapiergeldes nicht erschöpft.

Wenn die Zahlungsbilanz in einem Lande aktiv ist, so strömt überhaupt kein Gold aus, sondern kommt vielmehr ins Land. Dadurch wird das Goldreservoir, die Grundlage für normale Vorgänge im Geldverkehr, verstärkt. In diesem Falle übersteigt das Angebot fremder Wechsel die Nachfrage nach solchen. Ein Agio kann nicht auftreten. Wenn die Zahlungsbilanz passiv ist, d. h. die Summe der Verbindlichkeiten eines Landes die Gesamtheit seiner Forderungen übersteigt, so gestalten sich die Wechselkurse allmählig zu Ungunsten des betreffenden Staates. Jedoch ist auch für diesen Fall nicht unbedingt ein Agio zu prophezeien, ja es ist möglich, dass selbst bei ungünstiger Zahlungsbilanz kein Export von Gold stattfindet. Denn auch bei ungünstigem Wechselkurs gewinnt das zahlende Land gegenüber einem

1) Das Silber, welches wohl in Zeiten eines Verkehres mit geringeren Summen, als heute in Betracht kommen, ein geeigneteres internationales Zahlungsmittel als Gold war, ist mit der neueren Entwicklung, zumal sein Wert seit dem Jahre 1873 fortwährenden grossen Schwankungen ausgesetzt und seine Prägung in vielen Staaten suspendiert ist, in Bezug auf diese Funktion durch das Gold vollständig verdrängt worden.



Vorschreiten zur Goldversendung, solange der Wechselkurs den Goldpunkt noch nicht erreicht hat[1]).

Steigen die Wechselkurse in Folge der ungünstigen internationalen Zahlungsbilanz bis auf diesen Punkt, so nimmt die Edelmetallbewegung aus dem Lande ihren Anfang und, wenn dieser Zustand ein dauernder ist, so tritt bald die Zeit ein, in welcher internationale Zahlungsmittel überhaupt fehlen. Nun wirft sich die Nachfrage je nach dem Stande der ungünstigen Zahlungsbilanz wieder auf die fremden Wechsel. Da aber nun diese für jeden Fall herbeigeschafft werden müssen, um die Bedürfnisse des Geschäftslebens zu befriedigen, wird man bereit sein, für sie einen höheren Preis in Papiergeld zu bezahlen, als man es bei Vorhandensein von Gold je gethan hätte. Der höhere Preis dieser Wechsel bedeutet aber ein Agio des Goldes, ein Disagio des Papiergeldes, des blos staatlich autorisierten Geldes gegenüber dem internationalen Zahlungsmittel, dem Weltgeld.

Es fragt sich nun, welche Grenzen diesen Schwankungen der Wechselkurse gesetzt sind, wie hoch das Agio — caeteris paribus — in Folge einer Einwirkung der internationalen Zahlungsbilanz steigen kann. Darauf muss geantwortet werden, dass der günstigste Stand der Wechselkurse derselbe ist, wie bei Metallwährung. Bei aktiver Zahlungsbilanz werden die heimischen Wechsel vom Auslande begehrt und die fremden auf den Markt geworfen. Die auswärtigen Wechselkurse sinken bis zum Goldpunkte, allein nicht weiter, denn bei diesem Stand schreiten die auswärtigen Schuldner zur Versendung von Edelmetall. Das Steigen der Wechselkurse ist dagegen bei passiver Zahlungsbilanz prinzipiell ein unbeschränktes. Es kann wohl durch ein hohes Agio der Export günstiger gestaltet und dadurch der steigenden Tendenz der Wechselkurse entgegengewirkt werden. Wenn auch das oft der Fall ist, so ist eine Notwendigkeit für ähnliche Erscheinungen durchaus nicht vorhanden und wenn diese Tendenz sich nicht geltend macht, so steht einem fortwährenden Steigen der Wechselkurse und

1) Ich gebrauche den Ausdruck „Goldpunkt“ ohne nähere Erklärung, allein ich glaube, dass derselbe seit Goschen's klassischem Werke: The theory of the foreign exchanges (Fourth Edition. London 1864) als ein terminus technicus für die Bezeichnung der äussersten Grenzen der Schwankungen in den Wechselkursen unter und über Pari betrachtet werden kann.



einer bodenlosen Entwertung des Papiergeldes gegenüber dem Edelmetallgelde nichts im Wege.

Durch die internationale Zahlungsbilanz werden auch andere Momente wirksam, welche das Agio in die Höhe treiben können. Denn der durch die internationale Zahlungsbilanz verursachten Nachfrage entspricht auf Seite der Nachfragenden ein Angebot von Papiergeld. Dieses ist für das Agio auch von Bedeutung, allein nicht in dem übertriebenen Masse, wie seine Wirkung von Ricardo aufgefasst wurde und auch nicht unmittelbar, sondern nur insofern, als es geeignet ist, die Wechselkurse zu steigern. Denn je grösser das Quantum des Papiergeldes ist, welches zum Ankauf fremder Wechsel zu Gebote steht, um so höher können die Wechselkurse steigen. Diesem Zwecke dient aber jede überschüssige Papiergeldmenge, welche der Verkehr nicht mehr gebrauchen kann. Ob also das Quantum des Papiergeldes für das Agio überhaupt in Betracht kommt oder nicht, hängt vom Vorhandensein einer Überemission ab. Wir haben schon oben bei der Unterscheidung der verschiedenen Formen des Papiergeldes gesehen, dass eine solche Überemission bei der entarteten Banknote nicht eintreten kann, wenn die Bank dem Staate Metallvorschüsse dargeboten hat, weil der Banknotenumlauf in diesem Falle sich den Verkehrsbedürfnissen anpasst. Diese Form der entarteten Banknote ist daher für die Schwankungen des Agio's ohne Belang und wirkt in dem innern des Landes wohlthätig, indem sie — ebenso, wie bei Metallwährung — ein Mittel ist, wodurch den kreditbedürftigen Kaufleuten die notwendigen Darlehen zugeführt werden. Einen klassischen Beleg dieser Behauptungen finden wir in den Erscheinungen, welche die Suspension der Noteneinlösung in Frankreich (1871—1875) begleiteten. Die Menge der uneinlösbaren Banknoten wuchs in Frankreich allmählig auf beinahe 3 Milliarden Frcs. Allein der Geschäftsverkehr hob sich in den Zeiten der grossen Anleiheoperationen (zum Zwecke der Aufbringung der Kriegskostenentschädigung an Deutschland) dermassen, dass ihm jede Vermehrung der Umlaufsmittel sehr willkommen war. Ein bedenkliches Steigen der Wechselkurse trat nur im Jahre 1871 ein, in welcher Zeit die Menge der umfassenden Banknoten dieses hohe Mass noch nicht erreicht hatte. Dieses Steigen kann daher mit der Banknotenmenge in keinen

Zusammenhang gebracht werden. Seine Ursache liegt vielmehr in einem zu ungestümen Vorgehen bei dem Ankauf fremder Wechsel. Als diese Nachfrage geringer ward, traten die normalen Vorgänge in den Wechselkursen wieder auf und man sah nun zum erstenmal eine ungeheuere Papierzirkulation ohne jegliches Agio des Goldes [1]).

Wenn dagegen die andere Form der entarteten Banknote oder Staatspapiergeld vorhanden ist, so hat das Papiergeld die Tendenz die Wechselkurse weiter zu steigern, als es die internationale Zahlungsbilanz erfordert. Wenn nämlich der Staat lediglich aus Rücksichten auf seine eigenen Finanzen Papiergeld oder Banknoten in Umlauf setzt, zu einer Zeit, wo der Verkehr solcher nicht bedarf, so bedeutet dies vermehrte Zahlungsmittel für den Ankauf von Wechseln, was ein entsprechendes Steigen der Wechselkurse und zugleich ein Auftreten des Agio's zur Folge hat.

Die Papiergeldmenge ist es nicht allein, welche in dieser Weise zur Entstehung eines Agio's beiträgt. Der Kredit des Staates ist von diesem Standpunkt nicht minder wichtig. Bevor wir aber die mit dem Staatskredit zusummenhängenden Erscheinungen näher prüfen, müssen wir uns das Wesen der internationalen Zahlungsbilanz etwas genauer vergegenwärtigen [2]).

Solange die wirtschaftlichen Beziehungen der Staaten zu einander überwiegend in der Ein- und Ausfuhr von Waren bestanden, fiel der Begriff der Warenbilanz mit dem der Zahlungsbilanz zusammen. Eine Verschuldung dem Auslande gegenüber konnte bei solchen Verhältnissen nur dann eintreten, wenn ein Land dauernd mehr importierte, als ausführte. Das Plus des Importes musste definitiv liquidiert werden, in erster Linie durch Wechsel, sodann durch entsprehende Ausfuhr von Edelmetall. Wäre in ähnlicher wirtschaftlicher Lage ein Papiergeld aufgetreten, so hätte sich das Agio nach dem Stande

---

1) Für die im Texte angeführten Daten vgl. Léon Say: Rapport sur le payement de l'indémnité de guerre et sur les opérations de change qui et ont été la conséquence (Anhang der französischen Übersetzung von Goschen's Theory etc. 2. Aufl. Paris 1875) insbes. S. 216, 241 f. und die graphische Tabelle der Wechselkurse ebenda.

2) Vgl. dazu Goschen's und Say's zitierte Werke und des letzteren Einleitung zur französischen Übersetzung von Goschen's Theory etc., ferner Ferraris a. a. O. S. 40 ff.



der Warenbilanz gerichtet. Abgesehen von den übrigen Verhältnissen, welche ein Agio hervorrufen, hätte sich ein solcher erst dann gezeigt, wenn die Einfuhr gegenüber der Ausfuhr überwiegend gewesen wäre, im entgegengesetzten Falle wäre es nicht zum Vorschein gekommen.

Jedoch sind die wirtschaftlichen Bande, welche zwischen den Staaten bestehen, keine so einfachen. Wir dürfen auch nicht behaupten, dass je ein Zustand vorhanden war, wo nur ein Warenverkehr bestand und andere internationale Verhältnisse wirtschaftlicher Natur gar nicht existierten. Allein während diese früher nur geringe Bedeutung hatten, stellten sie sich in neuerer Zeit als hochwichtige Elemente der internationalen Zahlungsbilanz neben das Verhältnis der Warenein- und Ausfuhr. Neben dem Warenverkehr steht heute ein Kauf-Verkauf von Dienstleistungen, welcher nur auf der einen Seite der Kontrahenten eine Übertragung wirtschaftlicher Werte erfordert. Die bedeutsamste Erscheinung dieser Art ist der Lohn fremder Transportleistungen, welcher besonders grossen, seefahrenden Nationen erhebliche Einkünfte sichert, dem anderen Teile dagegen nicht geringe Lasten auferlegt. Ähnliche Wirkungen hat die — oft sehr ausgedehnte — Industrie, welche in einem Lande von Fremden geleitet wird. Diese können den Ertrag ihrer Kapitalien aus dem betreffenden Lande wann immer einziehen und thun dies auch gewöhnlich, es sei denn, dass sie ihn wieder in derselben Weise anlegen. Allerdings ist der erste Akt eine Übertragung von Werten an das Land, welches Standort jener Gewerbszweige wird, allein sie wirkt auf die Zahlungsbilanz des Landes nur vorübergehend günstig und führt zu seiner dauernden Verschuldung. Ganz derselben Art sind die Ansgaben heimischer Reisenden im Auslande und die in fremden Ländern kontrahierten Schulden, für welche jährlich grosse Beträge als Zinsenzahlung aus dem Lande wandern müssen, eventuell kann auch eine Heimzahlung von Staatsschulden an auswärtige Gläubiger stattfinden. Dazu können sich noch verschiedene andere Vorgänge, wie z. B. Erbschaften zn Gunsten Fremder u. dgl. gesellen, welche sich theoretisch keiner besonderen Kategorie dauernder Güterübertragungen zuweisen lassen. Die bedeutsamste Erscheinung dieser Natur bilden in der neueren Zeit die Kriegskostenentschädigungen, deren klassischstes Beispiel die neueste Geschichte Frankreichs bietet.

Diese Elemente der internationalen Zahlungsbilanz, welche erst in neuerer Zeit eine ihnen gebührende Würdigung erfahren haben, können dieselbe in den schärfsten Gegensatz zu der Warenbilanz versetzen. Länder mit einer viel grösseren Warenausfuhr, als Import haben oft eine sehr ungünstige Zahlungsbilanz und weisen hohe Wechselkurse und bei Zwangspapiergeld ein beträchtliches Agio auf, während andere trotz ihres „passiven" Warenhandels in der Gesamtheit ihrer Forderungen und Schulden sich als aktive darstellen. Diese Länder können eben in Folge ihrer Guthaben im Auslande mehr Güter konsumieren als sie produzieren, ohne dadurch einen Schaden zu erleiden. Die Ersparnisse früherer Generationen kommen ihnen in der Gegenwart zu Gute. Die Länder mit aktiver Waren- und passiver Zahlungsbilanz müssen hingegen mehr produzieren, als sie konsumieren dürfen, die Vorschüsse fremder Gläubiger müssen sie mühsam erwirtschaften. Die gesamte wirtschaftliche Lage verschuldeter Länder hängt von dem Vorgehen ihrer auswärtigen Gläubiger ab, während solche, welche viele ersparte Kapitalien besitzen, über die Volkswirtschaft fremder Nationen durch ihre Vorräte zu dominieren im Stande sind.

Nun können wir die grosse Bedeutung der öffentlichen Schulden für die Zahlungsbilanz wohl würdigen, da eine jede Veränderung in der Meinung über die Kreditfähigkeit des Staates auf dieselbe einwirken kann. Am mächtigsten äussert sich der Einfluss dieser Momente natürlich in verschuldeten Ländern. Denn wenn das Misstrauen zur Zahlungsfähigkeit eines Staates sich verbreitet, so suchen zunächst die fremden Gläubiger die Schuldverschreibungen des betreffenden Staates loszuschlagen, während die Einwohner derselben sie vielmehr ankaufen, weil Jedermann die Verhältnisse seiner Heimat am besten kennt, seine Interessen mit den ihrigen am engsten zusammenhängen. Dadurch tritt an Stelle der Zahlung von Zinsen die Pflicht, den Preis der gesamten importierten Schuldtitel zu begleichen. Während in ruhigen Zeiten, bei festem Kredit des Staates diese Aufgabe sich auf viele Jahre verteilt hätte, muss sie jetzt in kürzester Zeit gelöst werden. Durch eine solche Rückströmung der Staatsobligationen an die Bürger des Emissionsstaates wird die Zahlungsbilanz sehr ungünstig gestaltet, zur Liquidation der Schulden werden viele fremde

Wechsel gesucht, der Wechselkurs steigt und mit ihm auch das Agio. Wenn dagegen ein Land so kapitalreich ist, dass alle Schuldverschreibungen des Staates sich in Händen von Staatsangehörigen befinden, so kann wohl ein Kursfall in den betreffenden Obligationen eintreten, nicht aber eine ähnliche Veränderung in den internationalen Zahlungsverhältnissen. Trotz geschmälerten Staatskredites tritt hier kein Agio auf. Wir sehen daher, dass der Staatskredit auf das Agio nur mittelbar, nämlich durch Veränderung der Zahlungsbilanz und durch die (damit zusammenhängenden) steigenden Wechselkurse einwirkt, allein eine Erklärung dieser Wirkung, welche die Thätigkeit des Staates das Papiergeld einzulösen als Ursache hinstellt (wie die schon vorgeführte Ansicht Kramař's), beruht auf einer Verkennung des Charakters dieser Umlaufsmittel.

Ein Blick auf die Periode des französischen Zwangspapiergeldes kann auch hier nur von Vorteil sein. Wir haben oben ein für dieses Papiergeld sehr günstiges Moment schon hervorgehoben. Indessen müssen wir als Hauptursache der geringen und nur vorübergehenden Entwertung des Papiergeldes die glückliche Lage der Zahlungsbilanz bezeichnen. Trotz des mächtigen Druckes, welchen die Zahlung der 5 Milliarden auf die Wechselkurse ausübte, stiegen diese nicht so hoch, wie man in Frankreich befürchtete, ja sie erreichten kaum den Goldpunkt, bei welchem eine Edelmetallausfuhr hätte eintreten müssen. Denn diesem ungünstigen Element der auswärtigen Zahlungen stand ein ebenso wirksames und in umgekehrter Richtung thätiges gegenüber. Frankreich war, Dank dem vernünftigen Wirtschaften seiner Bürger, Gläubiger vieler anderer Staaten, was ihm ermöglichte, die Arbeit fremder Nationen seinen eigenen Zwecken dienstbar zu machen. Dieses von Aussen her stammende Einkommen französischer Bürger betrug vor dem Jahre 1870 jährlich etwa 1 Milliarde Frcs. Nun, da die Kriegskostenentschädigung an Deutschland die Aufnahme neuer Staatsschulden verursachte, zogen die französischen Kapitalisten ihre Guthaben aus fremden Ländern ein und legten sie in Schuldverschreibungen ihres eigenen Staates an. Diese Einziehung französischer Kapitalien aus dem Auslande verursachte dort eine Nachfrage nach fremden Wechseln, welche der französischen Nachfrage nach fremden

Wechseln entgegenwirkte. Ein Agio konnte nicht auftreten, weil die gesamte Zahlungsbilanz eine günstige war.[1])

Wie die ungünstige Zahlungsbilanz ein Steigen der Wechselkurse und ein Agio verursacht, so hat eine günstige die entsprechenden Erscheinungen zur Folge, wird daher ein Sinken des Agio's herbeiführen oder seinem weiteren Steigen entgegenwirken. Diese Einflüsse lassen eine ebenso detaillierte Erörterung zu, wie die oben behandelten Vorgänge. Indess wäre es überflüssig auf dieselben noch besonders einzugehen, da sie, wenn auch nach einer anderen Richtung auftretend, wesentlich derselben Natur sind.

Hingegen können wir die Tendenz des Agio's, durch Beeinflussung der internationalen Zahlungsverhältnisse sich selbst zu vermindern, nicht unerwähnt lassen. Denn das Agio ist nur eine Entwertung des Papiergeldes gegenüber dem Edelmetallgelde, nicht aber zugleich eine Wertverminderung desselben gegen andere wirtschaftliche Güter. Wohl sucht es sich allmählig auch in der Form einer Wertverminderung des Papiergeldes kund zu geben, allein diese Wirkung ist eine sehr späte und nicht gleichmässig auftretende. Die wirtschaftenden Personen können das sehr komplizierte Wesen des Papiergeldes nicht in gleicher Weise beurteilen und sich ihm anpassen. Der grosse Kaufmann, dem die Lage des Weltmarktes immer bekannt ist, sieht sofort, dass er in Folge eines Agio's seine Preise für importierte Waren nach Massgabe der Geldentwertung erhöhen und sich in dieser Weise schadlos halten muss. Allein Personen mit beschränktem Gesichtskreise wissen von diesen Vorgängen nichts. Der Arbeiter meint in dem Lohn, welchen er nunmehr in Papiergeld bezieht, den gleichen Wert zu erhalten, wie früher. In Folge dessen wird ein Teil der Produktionskosten niedriger. Der Gewerbetreibende bezahlt seinen Arbeitern einen nur nominell unveränderten Wert, entzieht ihnen aber eigentlich einen Teil ihrer Einkünfte. Die Produktion bei Umlauf von Papiergeld kommt ihm billiger zu stehen, als bei Metallzirkulation. Er kann exportieren in Fällen, wo er ohne Entwertung des Geldes gegenüber den Zirkulationsmitteln anderer Staaten dazu nicht fähig gewesen wäre. Der Import wird in demselben

---

1) Vgl. Say's Rapport S. 278 ff.



Grade erschwert. Es sind dies zwei Elemente, welche die Zahlungsbilanz des Landes günstiger zu gestalten und das Agio zu beseitigen suchen.

Wir haben in diesen Erörterungen den Stand der auswärtigen Zahlungen und ihr Verhältnis zu den inländischen Forderungen als ein hochwichtiges Moment für Entstehung und Höhe des Agio's erkannt. Es handelt sich nunmehr um eine Untersuchung der übrigen hierfür in Betracht kommenden Elemente und um eine Feststellung des Zusammenhanges dieser verschiedenen Faktoren.

In einem Staate mit Zwangspapiergeld besteht eine Nachfrage nach Edelmetall auch für andere Zwecke, als für Verrichtung auswärtiger Zahlungen. Wir haben schon oben erwähnt, dass die Wertaufbewahrungsfunktion durch Papiergeld nur unvollkommen erfüllt werden kann. Zur Befriedigung diesbezüglicher Bedürfnisse wird ebenfalls Metallgeld gebraucht. Wenn die wirtschaftenden Personen, welche Werte aufbewahren wollen, zur Zeit der Verfügung des Zwangskurses in Bezitz von Edelmetall sind, so geben sie diese Zahlungsmittel nicht aus, sondern behalten sie so lange, bis der Zeitpunkt ihrer Benutzung gekommen ist. Ist dies nicht der Fall, so müssen sie sich auf offenem Markte Edelmetall verschaffen. Diese Nachfrage tritt besonders auf Seiten von Bankiers und Geldwechslern auf, welche das Edelmetall weiter an Personen verkaufen, die ins Ausland direkt solches schicken oder auf Reisen solches mitnehmen müssen. Die Schatzansammlung kommt hier ebenfalls in Betracht, namentlich in unruhigen Zeiten, in welchen es — insbesondere unter Wirkung der schon besprochenen ungünstigen Zahlungsverhältnisse — sehr zweifelhaft ist, ob das Geld die erwünschte Wertkonstanz haben wird, während der relativ konstante Wert des Edelmetalles vor allen anderen wirtschaftlichen Gütern zum Dienste des Wertträgers durch den Raum und durch die Zeit geeignet macht. Auch bei dieser Art der Nachfrage wirkt also das Kreditmoment in ähnlicher Weise, wie bei der indirekten nach Metallgeld und direkten nach fremden Wechseln. Desgleichen auch die für die Verkehrsbedürfnisse überschüssige Menge des Papiergeldes. Da wir aber diese Einwirkungen bei den Kursschwankungen fremder Wechsel näher erörtert haben, so ist es unnötig, diese Vorgänge wieder genau zu zergliedern.

Ebenso erfordert die Industrie ein grosses Quantum Edelmetalles. In Zeiten normaler Münzzirkulation bietet ihr der Geldumlauf eine Quelle, aus der sie die notwendigen Vorräte reichlich scöpfen kann. Die dadurch entstandenen Lücken werden durch neue Prägungen wieder ausgefüllt. Dieser Vorgang, welcher für die Natur des Geldes von grosser Wichtigkeit ist, hat auch für die Schwankungen des Agio's eine nicht zu unterschätzende Bedeutung. Denn bei Einführung der Papierwährung hört diese Nachfrage nicht auf, wird vielmehr, da der weitere Bestand eines verfügbaren Edelmetallfonds unsicher ist, viel intensiver auftreten und dadurch ein Steigen im Preise des Goldes dem Papiergelde gegenüber, d. h. ein Agio hervorrufen. Sie gestaltet auch die Zahlungsbilanz für das Land ungünstiger, da nun ein viel grösserer Import von Edelmetall beginnt, und ein Element der Zahlungsbilanz, nämlich der Unterschied von Warenaus- und -Einfuhr, ein passiver wird oder eine Hemmung der aktiven Gestaltung derselben auftritt. Natürlich kann ein aus anderen Ursachen entstehendes vermehrtes Angebot von Edelmetall dieser Tendenz, wie auch den übrigen besprochenen Elementen entgegenwirken, worauf noch zurückzukommen ist.

Wenn die Nachfrage nach Edelmetall, hervorgerufen durch das Bedürfnis nach Wertaufbewahrung, Werttransport und industrieller Verarbeitung den Edelmetallvorrat eines Landes erschöpft hat, so verschwindet ihre Wirksamkeit noch immer nicht, sie ändert nur ihre Richtung. Da diese Nachfrage direkt nicht befriedigt werden kann, wendet sie sich zum Ankauf fremder Wechsel und treibt ihren Preis dadurch in die Höhe. Wenn wir die thatsächlichen Vorgänge des Wirtschaftslebens betrachten, so tritt uns entgegen, dass Viele, wenn sie Gold begehren und es im Lande selbst nicht vorfinden können, auswärtige Wechsel kaufen, nicht um mit ihnen Schulden gegen fremde Gläubiger zu tilgen, sondern um bei Fälligkeit der Wechsel das Gold selbst in das Land kommen zu lassen. Daher muss gesagt werden, dass ein Einströmen von Gold in ein Land nicht immer Folge eines aktiven Zahlungszustandes ist, sondern auch trotz passiver Zahlungsbilanz des Landes vor sich gehen kann. Für diese beiden zuletzt besprochenen Elemente der „direkten“ Nachfrage nach Gold ergiebt sich aber, dass sie nur vorübergehend direkte sind, nach

der Erschöpfung des Edelmetallvorrates eines Landes hingegen als indirekte auftreten. Daher dürfen wir behaupten, dass, was die Nachfrage nach Edelmetall betrifft, die Ursachen des Agio's[1]) in letzter Instanz stets auf den Stand der fremden Wechselkurse und auf die Momente, von welchen diese abhängen, zurückzuführen sind.

Das Angebot von Edelmetall ist ein doppeltes. ein indirektes und ein direktes. Ersteres bildet ein Gegenstück zur indirekten Nachfrage, es giebt sich in den Wechselkursen kund, namentlich bei günstiger Zahlungsbilanz. Wenn viele fremde Wechsel, auf ausländische Metallwährung lautend, dargeboten werden, so liegt darin zugleich ein Feilbieten eines gewissen Quantums von Edelmetall, welches der Nachfrage nach solchem gegenübersteht und der Papiergeldentwertung steuern wird. Während aber das Angebot von Wechseln nur von einem aktiven Stand der Zahlungsverhältnisse des betreffenden Landes abhängt, ist es in seinen Wirkungen auf das Agio auch durch die Einflüsse des direkten Feilbietens von Edelmetall bedingt. Eine jede Veränderung in der verfügbaren Edelmetallmenge und in dem Werte des Goldes kann die durch eine günstige Zahlungsbilanz hervorgerufenen Erscheinungen modifizieren. Wenn nämlich in Folge des grösseren Angebotes von Devisen, welche auf Gold lauten, sich ein gewisser Satz des Agio's einstellt, so kann bei Steigen des Goldpreises trotz aller übrigen sich gleichbleibenden Umstände, dieser Satz zu Ungunsten des Papiergeldes sich verändern und bei Sinken desselben das Agio sich vermindern. Der enge Zusammenhang, welcher zwischen den verschiedenen Arten der Nachfrage nach Gold besteht, ist auch zwischen den Elementen des Angebotes vorhanden. Desgleichen liesse sich hier der Einfluss des Staatskredites im Einzelnen nachweisen. Da dies aber ohne Weiteres aus dem Wesen der internationalen Zahlungsbilanz folgt, können wir auf eine diesbezügliche genaue Darstellung verzichten.

Das direkte Angebot von Edelmetall hängt vor Allem von den Erträgnissen der Gold- und Silberbergwerke ab. Jedoch können auch auf andere Weise Edelmettallquantitäten verfügbar werden und ihr

1) Das Agio in dem Sinne genommen, wie wir es oben S. 6 darlegten.



Angebot vergrössern. Vorgänge dieser Art sind die Demonetisation von Silber oder Gold teils wegen Überganges zu einer anderen Währung, teils wegen der Dekretierung des Zwangskurses für Papiergeld in irgend einem Lande. Ferner ist es möglich, dass der Handel mit Edelmetall trotz des Zwangskurses nicht geschmälert wird. Ist daher die Einfuhr von Gold eine beträchtliche, so kann auch bei ungünstiger Zahlungsbilanz das Agio vermindert werden. Die Möglichkeit eines solchen Vorganges haben wir schon an einer früheren Stelle erörtert.

Dass das Angebot von Gold in der dargelegten Weise auf das Agio einwirkt, haben die Erscheinungen in der letztvergangenen Zeit auf das Nachdrücklichste bewiesen.

Im Jahre 1890 wurde in den Vereinigten Staaten von Nordamerika die Windom-Bill durchgeführt. Diese Bill dient den Interessen der amerikanischen Silberproduzenten in noch viel wirksamerer Weise als die Allison-Bland-Bill, an deren Stelle sie trat. Während die letztere eine Silberprägung von 2—4 Mill. Dollar pro Monat vorschrieb, verordnet die Windom-Bill eine monatliche Ausmünzung von 2 Mill. Unzen Silber und noch grössere Ankäufe von Silberbarren, es sei denn, dass das Wertverhältnis von Gold und Silber den Zahlen 16 : 1 entspräche, welches Verhältnis die Basis der amerikanischen Münzausprägung bildet und dem Londoner Kurs von $58^7/_8$ d. entspricht. In Folge der Durchführung dieser Bill wurde ein sehr bedeutsamer Teil der in Amerika zirkulierenden Goldmenge für andere Zwecke verfügbar und aus Amerika nach Europa exportiert. Auch gegenwärtig erhalten wir immerwährend Mitteilungen über die beträchtliche Goldausfuhr aus den Vereinigten Staaten. Ein Sinken der Goldpreise konnte als Wirkung dieser Ereignisse nicht ausbleiben. Die Länder mit Zwangspapiergeld haben die Erfahrung gemacht, dass das Agio sank, obwohl sonst das Verkehrsleben gar keine Veränderungen aufzuweisen hatte. In Oesterreich-Ungarn z. B. war im Jahr 1890 nur eine mittelmässige Ernte, der Export nahm keinen nennenswerten Aufschwung, Niemand dachte an ein Sinken des Agio's. Da nun aber in Folge des Vorgehens von Nordamerika das Gold viel billiger wurde, und die auf Gold lautenden Devisen einen geringeren Wert repräsentierten als früher, trat dennoch eine Verminderung des Agio's ein.

Wir kommen also zum Resultat, dass das Agio von sämtlichen Faktoren, welche das Angebot und die Nachfrage inbetreff des internationalen Zahlungsmittels konstituieren, abhängt und je nach dem Überwiegen eines dieser steigt oder sinkt. Zu diesem Ergebnis sind wir auf deduktivem Wege gelangt, indem wir vom Wesen des Zwangspapiergeldes und von den Vorgängen, die der Geldmarkt aufweist, ausgingen. Es wäre nun erwünscht, diese Schlussfolgerungen auch durch induktive Beweisführung zu erhärten. Dazu wäre in erster Linie eine genaue statistiche Untersuchung der internationalen Zahlungsbilanz, sowie der übrigen Elemente von Angebot und Nachfrage vonnöten. Allein diese Aufgabe kann bei dem heutigen Stand der statistischen Forschungen nicht gelöst werden. Schon der internationale Warenhandel entzieht sich einer genauen und zuverlässigen statistischen Beobachtung. Jedoch nähern sich die Arbeiten auf diesem Gebiete der Vollkommenheit mit immer wachsenden Schritten. Was hingegen die übrigen Elemente der internationalen Zahlungsbilanz anlangt, so ist man in diesem Betreff ganz und gar auf Konjekturen und Schätzungen angewiesen. Eine auf ihnen beruhende Untersuchung dürfte daher keinen wissenschaftlichen Charakter beanspruchen. Aus diesen Gründen ist eine induktive Behandlung unseres Stoffes solange unmöglich, bis ihr eine vervollkommnete Statistik das notwendige Material liefert.

III.

Wir stellten uns am Eingange dieser Abhanndlung ausser der Vorführung der verschiedenen Ansichten über das Agio, welche in der nationalökonomischen Doktrin auftraten, und der Entwicklung einer positiven Theorie noch das weitere Ziel, die Frage zu beantworten, wie sich der Staat gegenüber den Erscheinungen der Papiergeldentwertung zu verhalten habe. Um auch dieser Aufgabe gerecht zu werden, ist es unerlässlich, auf die Wirkungen des Agio's kurz einzugehen, selbst auf die Gefahr hin, Einiges, was wir zur näheren Begründung des bereits Erörterten vorführen mussten, in Folgendem zu wiederholen.

Wenn mit der Dekretierung des Zwangskurses sofort eine Geldentwertung eintreten und das Agio sich bei einem festen Satz stabilisieren würde, d. h. während der Herrschaft der Papierwährung unverändert bliebe, so hätten wir dieselben Vorgänge zu beobachten, wie bei Einführung einer neuen Währung mit höherem Münzfuss. Vorkommnissen dieser Art begegnen wir in der Münzgeschichte des Mittelalters sehr oft, namentlich in Folge des von den Landesfürsten erhobenen beträchtlichen Schlagschatzes in Folge einer Ausprägung von minderwertigen Münzen oder einer Werterhöhung unveränderter Münzen. Selbst in der Neuzeit treten ähnliche Erscheinungen auf, allein nicht mehr als Ergebnis der gewissenslosen Handhabung des Münzregales, sondern als natürliche Konsequenz der Abnutzung der Münzen und des Mangels an Vorkehrungen zur Einziehung der durch den Gebrauch minderwertig gewordenen Geldstücke. Die Wirkungen solcher Verschlechterungen in der Währung zeigten sich alsbald. Ein Steigen der Preise, wenn nicht durch andere Momente mitbeeinflusst, liess nicht lange auf sich warten und die ganze Volkswirtschaft suchte sich den neuen Zirkulationsmitteln anzupassen. Natürlich litten bei solchen Währungsveränderungen sämtliche Gläubiger die für ihre Darlehen nunmehr geringere Werte zurückerhielten, als sie geliehen hatten, und die Schuldner zogen aus ihnen den entsprechenden Vorteil. Allein sobald man sich an die neue Währung gewöhnte, empfand man die schädlichen Folgen jener Umwälzungen nicht mehr.[1]) Ihre Gesamtwirkung zeigte sich nur darin, dass bei Übertragung der gleichen Werte nunmehr grössere Zahlen zur Veranschaulichung derselben Kaufs- und Verkaufsvorgänge u. s. w. gebraucht werden mussten.

Solche Wirkungen würde das Auftreten eines festen und unveränderlichen Agio's nach sich ziehen. Allein wir haben gesehen, dass im empfindlichen Mechanismus des Geldverkehres eine jede geringe Veränderung in den Bestimmungsgründen des Agio's sofort Schwankungen in seiner Grösse verursacht. Wir dürfen daher die Papiergeldentwertung nicht mit der gesetzlichen oder faktischen Einführung einer neuen Währung mit kleinerem Geldgrundgewicht vergleichen.

1) So schon Huskisson: The question concerning the depreciation of the Currency stated and examined. Vgl. Speeches: London. 1831. Bd. I. S. 73 ff.



Die Analogie der vorliegenden Erscheinung bietet vielmehr eine Metallgeldzirkulation, deren Wertbasis grossen Veränderungen unterworfen ist. In neuerer Zeit können wir in den Ländern mit Silberwährung die Wirkungen der schwankenden Silberpreise beobachten. Den Unterschied zwischen den Folgen der veränderten Silberpreise für diese Valuten und des Agio's für die Papierwährung bildet einmal der Umstand, dass das Silber, wenn auch sehr entwertet, voraussichtlich doch ein wirtschaftliches Gut bleiben, d. h. seinen Wert nicht vollständig einbüssen wird, was bei Papierwährung prinzipiell nicht ausgeschlossen ist, sodann, dass die Preisschwankungen des Silbers in allen Ländern der Silberwährung die gleichen Resultate hervorrufen, während die Bewegungen des Agio's nur in dem Lande, wo das Papiergeld Zwangskurs hat, eine Wirkung ausüben können.

Das Agio bedeutet eine Entwertung dem internationalen Zahlungsmittel, dem Golde gegenüber. Daraus ergiebt sich, dass es zunächst in den internationalen Verkehrsbeziehungen von Belang ist. Wenn ein Importeur seine Ankäufe im Auslande zu bezahlen hat, muss er zur Liquidierung seiner Schulden grössere Opfer bringen, als früher bei unverändertem Stande der heimischen Währung, wobei seine Gläubiger gar Nichts gewinnen. Wenn die Zahlungen dagegen im Gelde des importierenden Landes vereinbart worden sind, so erleiden die Gläubiger Verluste. Da es aber die Regel bildet, dass die Importeure in ihrer heimischen Währung zahlen, die Exporteure hingegen in fremdem Geld befriedigt werden, so hat das Agio gewöhnlich den Charakter einer ungerechten Strafe für die Einfuhr und einer ungerechten Belohnung für die Ausfuhr.

Das Agio hat mithin die Wirkungen eines Schutzzolles. Allein wie verschieden sind die Folgen dieses Schutzes der heimischen Industrie von denen, welche der Staat durch seine planmässige Protektion der inländischen Gewerbe herbeizuführen sucht! Während ein fester Zolltarif für gewisse Waren den inländischen Produzenten möglich macht, durch Fernhaltung der auswärtigen Konkurrenz ihre Waren sicher auf den Markt zu bringen, bedeutet das Agio einen Schutz für jede inländische Produktionsart, gleichviel ob diese eines solchen bedarf oder nicht, und was das Schlimmste ist, eine unsichere und nur temporäre Begünstigung. Durch eine beträchtliche Entwer-

tung des Papiergeldes werden viele Gewerbsarten künstlich ins Leben gerufen, die sich aber nur solange halten können, bis das Agio wieder sinkt, welcher Rückschlag wiederum viele Unternehmungen vollständig vernichtet. Ein vernünftiges, solides Wirtschaften wird durch die Schwankungen des Agio's unmöglich gemacht, und immer mehr verbreiten sich die Spekulationsgeschäfte, welche ihren Gewinn nicht aus redlicher Arbeit, sondern aus dem Börsenspiel beziehen wollen. Der Unternehmer hofft durch den Preis seiner Waren nicht nur seine Produktionskosten zu decken und für seine Bemühungen einen gebührlichen Gewinn zu realisieren, sondern zugleich in Folge eines steigenden Agio's bei Ausfuhr seiner Waren noch einen besonderen Vorteil zu erzielen; aus dem soliden Fabrikanten wird ein Spekulant à la baisse, aus dem Importeur ein Spekulant à la hausse der Landesvaluta.

Dieses charakteristische Moment tritt aber nicht nur in den thatsächlich vor sich gegangenen Handelstransaktionen auf, sondern ruft zahllose Börsengeschäfte der verschiedensten Art ins Leben, welche bei gesunder Metallwährung nie auftreten können. Bei den Schwankungen des Agio's wird es zu einer sehr lukrativen Beschäftigung in Valuta zu spekulieren. Dadurch entsteht künstliches Angebot und Nachfrage nach Metallgeld, so, dass in den verschiedenen Sätzen des Agio's nicht immer, ja sehr oft nicht das wahre Bedürfnis nach solchen Umlaufsmitteln zum Vorschein kommt, sondern sie zugleich fiktive Käufe und Verkäufe zu ihrer Ursache haben. Diese Einflüsse sind natürlich der Börse eigen. Allein es wäre falsch sie als ausschliessliche Bestimmungsgründe des Agio's aufzufassen. Neben ihnen bestehen das Angebot und die Nachfrage, welche wirklichen Verkehrsbedürfnissen entspringen und wenn sie auch von dem Begehr und Feilbieten, welche die reine Spekulation zu ihrer Unterlage haben, äusserlich nicht zu unterscheiden sind, haben sie doch einen grundverschiedenen Charakter. Jedenfalls muss daran festgehalten werden, dass auch die Spekulation nur durch eine Einwirkung auf die Bestimmungsgründe des Agio's dasselbe zu steigern oder zu vermindern im Stande ist.

Da das Agio die Entwertung des Papiergeldes der früheren Währung gegenüber bedeutet, so muss es notwendigerweise ein Steigen

der Preise nach sich ziehen. Damit ist aber nicht gesagt, dass Entwertung und Wertverminderung identische Begriffe sind, dass m. a. W. das Agio sofort auch in einer Steigerung der Preise sämtlicher Güter sich kundgiebt. Wenn auch diese Wirkung des Agio's wahrzunehmen ist, so dauert es doch geraume Zeit, bis diese Wirkungen auftreten und selbst dann zeigt sich in ihnen keine mathematische Gleichmässigkeit. Die Ursache liegt nicht nur darin, dass die Preise nicht blos Funktionen von Geldquantum und Gütermenge sind, sondern zugleich von anderen Momenten abhängen. Vielmehr ist der Grund im Wesen des Papiergeldes selbst zu suchen. In dem internationalen Verkehr bemerkt man nämlich sofort, dass das papierne Umlaufsmittel dem Golde an Gebrauchsfähigkeit für ausländische Zahlungen nachsteht. Der Importeur muss seinem ausländischen Lieferanten bei Papierwährung höhere Preise bezahlen, als wenn die Kontrakte in Gold abgeschlossen werden, er muss seinen Gläubiger nicht blos für die gegenwärtige Geldentwertung, sondern auch für das Risiko einer künftigen schadlos halten. Im Inlande muss er daher seine Waren teuerer verkaufen. Der Exporteur kann dagegen seine Waren wohlfeiler verkaufen als früher, eventuell nicht nur um den aktuellen Betrag des Agio's, sondern um einen grösseren, wenn er nämlich auf ein Sinken der Landesvaluta spekuliert.

Allein nur im Grosshandel, nur im Weltverkehr wird die Veränderung des Agio's sofort in den Preisen fühlbar. Der Handel, welcher sich lediglich auf das Inland beschränkt und in der Regel von kleineren Leuten betrieben wird, fährt fort, zu den üblichen Preisen zu kaufen und zu verkaufen, seine Thätigkeit unterliegt viel mehr der Gewohnheit und der Sitte, als einer durchaus nüchternen Berechnung. Der Kleinhändler wird erst lange Zeit nach der Geldentwertung dessen gewahr, dass auch er als Konsument ausländischer Artikel grössere Opfer bringt als früher, und, obwohl er sich der Ursache solcher Vorkommnisse nicht bewusst ist, sieht er sich gezwungen die Preise der von ihm verkauften Waren zu steigern. Diese Steigerung ist aber keine exakt zu berechnende, wie die im Weltverkehr. Denn da sie auf anderem Wege und verspätet wirksam wird, folgt sie den Schwankungen des Agio's nur im Grossen und Ganzen, kleine Veränderungen kommen für sie überhaupt nicht in Betracht.

Ähnlich verhält es sich mit dem Entgelt vieler Leistungen wirtschaftlicher oder anderer Natur. Der Beamte, wenn er auch die Ursachen seiner verschlechterten materiellen Lage kennt, ist nicht im Stande sich unmittelbar eine Hülfe zu verschaffen. Der Handarbeiter ist aber in voller Unkenntnis dessen, was seinen Zustand noch erbärmlicher macht, er sieht nur, dass er seine Lebensmittel teuerer zu bezahlen hat, und ist geneigt, seinen misslichen Zustand als Folge der Habsucht des Arbeitgebers zu betrachten. Und darin liegt auch etwas Wahres, wenigstens hat die Erfahrung noch keinen Fall aufgewiesen, in welchem der Unternehmer geneigt gewesen wäre, seinen Arbeitern bei steigendem Agio höhere Löhne zu gewähren. Er beutet vielmehr dadurch die Konjunktur noch weiter aus und wird, da er reell geringere Löhne bezahlt, auf dem Weltmarkt konkurrenzfähiger. Nur durch energisches Auftreten können die Arbeiter darauf hinwirken, dass sie eine reelle Herstellung ihrer früheren Lohnsätze durch ihre nominelle Steigerung herbeiführen.

Es giebt also kein Gebiet des Wirtschaftslebens, wo man die Wirkungen des veränderlichen Agio's nicht empfinden würde. Wenn sich noch ein stabiles Agio einstellte, wären die verheerenden Folgen blos vorübergehende und nach Anpassung der wirtschaftlichen Verhältnisse an dasselbe könnte man wieder einer normalen Entwicklung entgegensehen. Indess sind in der weitaus grössten Zahl der Fälle grosse Schwankungen zu beobachten, so dass eine genaue Anpassung an diese unmöglich ist. Die Frage, die wir uns am Anfang dieses Abschnittes stellten, erfährt damit die Modifikation, ob und in wie weit der Staat im Stande ist, diesen Schwankungen entgegenzutreten.

Es ist natürlich, dass, wenn überhaupt eine Einwirkung auf das Agio ausgeübt werden soll, dies nur indirekt, nämlich durch Einfluss auf diejenigen Momente geschehen kann, welche das Agio hervorrufen. Wenn daher der Staat die Schwankungen des Agio's eindämmen will, so muss er vornehmlich trachten, das Angebot von internationalen Zahlungsmitteln möglichst zu steigern und die Nachfrage zu vermindern. Welche Massregeln sind hierfür geeignet und welche ist ihre Wirksamkeit?

Die Frage ist nach all dem, was wir im zweiten Abschnitt dargelegt haben, leicht zu beantworten. Alles, was geeignet ist, die

Schulden gegen fremde Länder zu vermindern, das Bedürfnis nach Wertaufbewahrungsmitteln geringer zu machen und die Edelmetallindustrie zu beschränken, sowie Alles, was das Angebot vergrössert, nämlich zahlreiche auswärtige Forderungen, grössere Fruchtbarkeit der Edelmetallbergwerke, wird das Agio verringern. Wenn das Verhältnis dieser Momente sich gleich bleibt, so ist das Agio stabil. Allein all diese Momente hängen von den Privatwirtschaften und nicht von der Staatswirtschaft ab. Daher kann der Staat auf das Agio nicht direkt einwirken, sondern nur, indem er in den Privatwirtschaften Tendenzen hervorzurufen im Stande ist, welche ein stabiles Agio ermöglichen.

Direkt vermag der Staat nur durch ein Mittel ein hohes Agio zu vermeiden. Dies ist die Wahl der Form des Papiergeldes. Wir haben an anderer Stelle die verschiedenen Arten ausführlich besprochen und kamen dabei zum Resultat, dass die Banknote mit Zwangskurs die geeignetste Form ist, wenn der Staat den Barfonds der Bank erhält, die Banknote auch fernerhin nur als solche fungiert, die Rückströmung weiter fortbesteht und die Umlaufsmittel sich stets den Verkehrsbedürfnissen anpassen. Wenn auch bei einer solchen Art des Zwangspapiergeldes ein Agio nicht ausgeschlossen ist, so hat bei ihr wenigstens die Papiergeldmenge an einer grossen Geldentwertung keinen Anteil, da eine Überemission von uneinlösbaren Banknoten in diesem Falle kaum zu befürchten ist. Und nicht nur nach dieser Seite hat sie weniger bedenkliche Folgen als jedes andere Papiergeld. In anderer Beziehung wirken die mit ihr verbundenen Vorgänge dahin, das Agio herabzudrücken. Wenn nämlich der Staat einerseits den Banknoten Zwangskurs erteilt, so nimmt er doch andererseits die Vorschüsse der Bank in Gold entgegen und bringt diese Goldquantitäten in den Verkehr, vermehrt also zugleich das Angebot von Edelmetall. Diese ausgleichenden Wirkungen haben die übrigen Formen des Zwangspapiergeldes nicht. Daher muss auf diese Eigenschaften der entarteten Banknote auch in Betreff der Agioschwankungen besondere Rücksicht genommen werden und wenn es sich um die Konstituierung eines Zwangspapiergeldes handelt, muss die Erteilung des Zwangskurses für Banknoten, verbunden mit Golddarlehen der Bank, den Vorzug vor allen übrigen Formen haben.

Der Staat muss ferner, um ein Agio nicht aufkommen zu lassen oder es vor Schwankungen möglichst zu bewahren, seinen Kredit festigen. Dadurch macht er es möglich, dass seine Schuldverschreibungen von ausländischen Gläubigern auch in kritischen Zeiten nicht losgeschlagen werden, daher die internationale Zahlungsbilanz sich nicht plötzlich zu Ungunsten des Landes verändert. Wenn dies aber nicht der Fall ist, so entsteht auch im Lande selbst keine so bedeutende Nachfrage nach Wertaufbewahrungsmitteln, da ja auch die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes mit der Notwendigkeit künftiger Zahlungen zusammenhängt. Auf welchem Wege der Kredit des Staates befestigt werden kann, ist in unserer Abhandlung nicht darzulegen. Die dazu dienenden Mittel sind auch nur zum Teil ökonomischer Natur, viele aber rein politischen Charakters.

Wenn der Staatskredit bei Dekretierung des Zwangskurses ein fester ist, so wird er dem Auftreten eines Agio's mächtig entgegenwirken können. Aber auch in diesem Fall sind — caeteris paribus — Schwankungen in demselben möglich. Wir erwähnten oben, dass Frankreich zur Zeit der Milliardenzahlungen viele fremde Schuldverschreibungen losschlug, weil in derselben Periode grosse Anleihen von der französischen Regierung selbst aufgenommen wurden, eine Erscheinung, die mit dem Kredit anderer Staaten nichts zu thun hat und ihre Zahlungsbilanz doch ungünstig zu gestalten vermag. Eine Verschuldung dem Auslande gegenüber involviert immer die Möglichkeit eines Agio's, nur ist diese Möglichkeit bei festem Staatskredit eine geringere als bei unsicherem.

Auf die übrigen Bestimmungsgründe des Agio's ist der Staat ganz und gar unfähig einzuwirken. Er kann weder die Ausfuhr von Waren vermehren — an Massregeln des merkantilistischen Zeitalters denkt ja heute Niemand mehr — noch kann er den Privaten verbieten Schmuck und Geräte aus Edelmetall zu bereiten; auch steht es nicht in seiner Macht die Goldbergwerke fruchtbarer zu machen oder andere Staaten zum Übergang zu einer neuen Währung und zum Feilbieten ihres Goldvorrates zu zwingen.

Wir müssen daher die Fähigkeit des Staates den Schwankungen des Agio's zu steuern, als eine sehr minimale bezeichnen. Die künstliche Stabilisierung des Agio's ist eine Chimäre. Das Ausbleiben

einer Geldentwertung oder ein konstantes Mass in derselben ist vielmehr das Resultat eines Zusammentreffens vieler günstiger Umstände. Das Beste ist natürlich, wenn überhaupt kein Agio auftritt, wenn keine Revolution im Wirtschaftsleben in Folge der Substituierung wertveränderlicher Umlaufsmittel an Stelle wertkonstanter stattfindet. Allein selbst dann, wenn bei Umlauf von Zwangspapiergeld keine Geldentwertung zu beobachten ist, darf es nicht vergessen werden, dass ein solch glücklicher Stand der Dinge kein notwendigerweise dauernder ist und dass das Übel vollständig nur mit Abschaffung seiner Grundlage, nur mit gänzlicher Beseitigung des Zwangspapiergeldes vermieden werden kann.

Curriculum vitæ.

Natus sum ego, Nicolaus Schmidl, Budapestinis die 4-to mensis Maii anni 1871, patre Alexandro, matre Rosa. Fidei addictus sum Mosaicae.

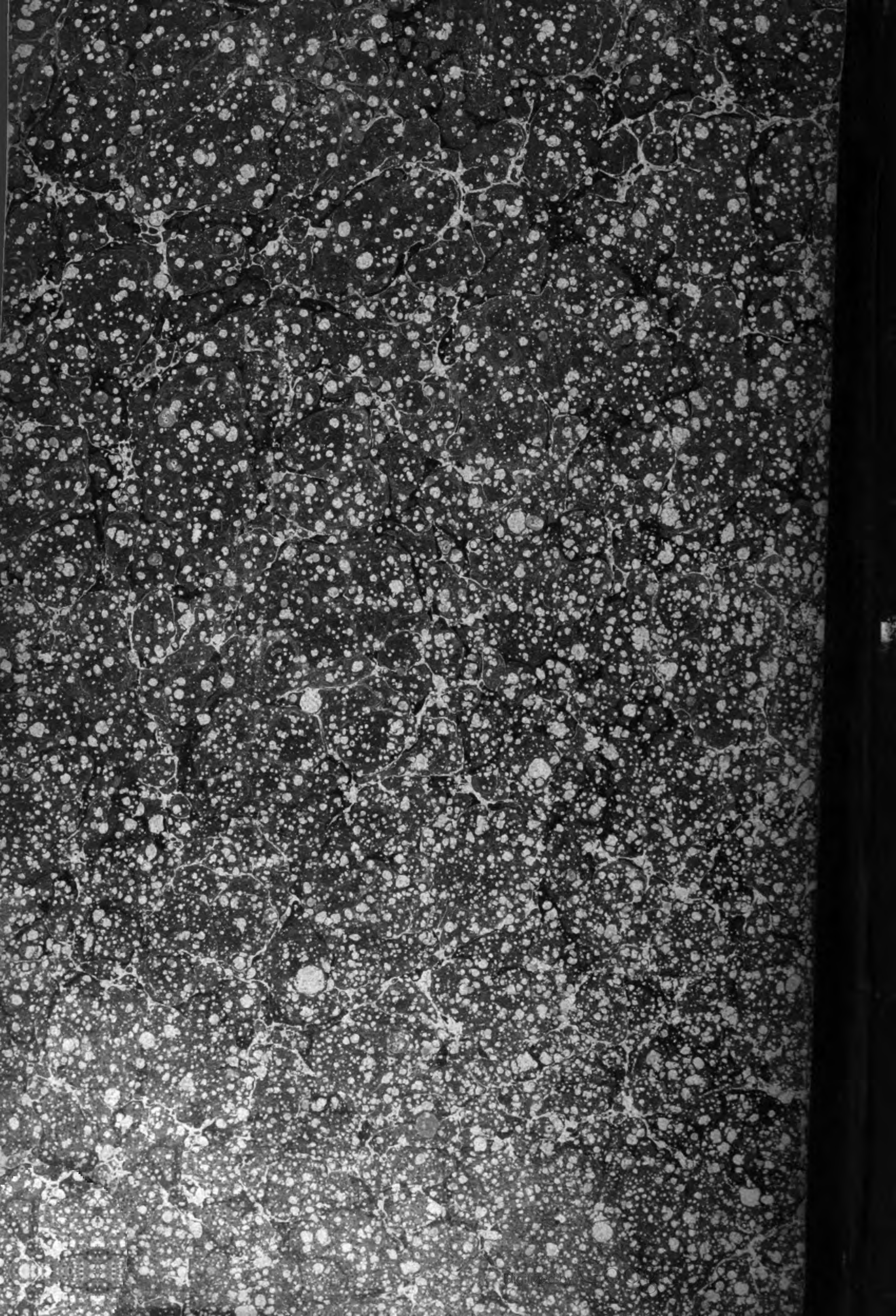
Gymnasium, quod dicitur regium maius seminarii professorum, Budapestinis frequentavi ibique die 3-to mensis Iunii anni 1888 testimonium maturitatis adeptus sum.

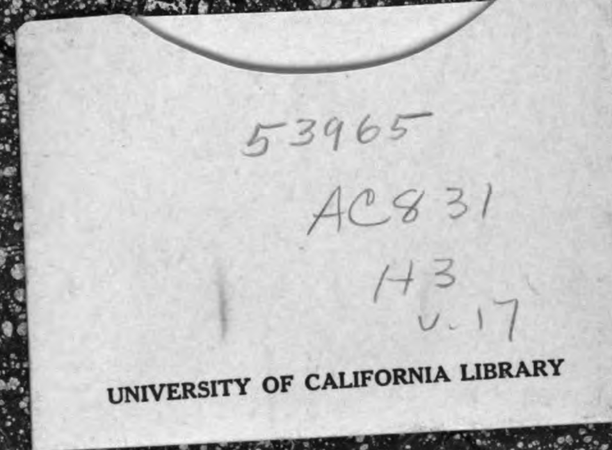
Ac primum universitatem Lipsiensem adii ibique per tria semestria studiis iuris et cameralium operam dedi. Deinde Berolinum me contuli ibique unum per semestre versatus sum. Hieme 1890/91 universitatem Budapestiensem adivi, ubi die 12-o mensis Septembris anni 1890 primum examen fundamentale (e diciplinis: iuris Romani et historiae universalis iuris) et die 13-o mensis Ianuarii anni 1891 secundum examen fundamentale (e disciplinis: oeconomiae politicae, iuris publici Hungariae et philosophiae iuris) superavi. Vere anni 1891 Heidelbergas me contuli.

Audivi collegia virorum illustrissimorum: Friedberg, Windscheid, Schmidt, Voigt, Binding, Roscher, Brentano Lipsienses, Goldschmidt, Zeller, Hirschfeld, v. Gizycki, Schmoller, Wagner Berolinenses, Kováts, Kerkápoly, Lechner, Zsögöd, Plósz, Földes Budapestienses, Knies et Iellinek, Heidelbergenses.

Seminariis adfui professorum clarissimorum Brentano, Wagner, Földes, Knies et Iellinek.

Quibus omnibus optime de me meritis gratias ago quam maximas.




53965
AC831
H3
v.17
UNIVERSITY OF CALIFORNIA LIBRARY

